

Schriften zur Finanzwirtschaft

herausgegeben vom
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
der
Technischen Universität Ilmenau

Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode

Dipl.-Kfm. Daniel Weimar
Dr. Alexander Fox

Heft 7





Technische Universität Ilmenau

Schriften zur Finanzwirtschaft

Dipl.-Kfm. Daniel Weimar
Universität Duisburg-Essen/Mercator School of Management
Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre
Lotharstraße 65 / LB 021
47048 Duisburg
Tel: ++49 (0)203 379 4598
E-Mail: daniel.weimar@uni-due.de

Dr. Alexander Fox
Technische Universität Ilmenau
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
Postfach 10 05 65
98684 Ilmenau
Tel: ++49 (0)3677 69 4016
Fax: ++49 (0)3677 69 4218
E-Mail: Alexander.Fox@tu-ilmenau.de

Daniel Weimar/Alexander Fox:

Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode

Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 7, Technische Universität Ilmenau, 2010

ISSN 1615-7656

Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode

von

Dipl.-Kfm. Daniel Weimar
Dr. Alexander Fox

Zusammenfassung:

Die Bewertung von Fußballunternehmen wurde in der Vergangenheit vor allem anhand von Barwertkonzepten und weniger anhand von Vergleichswertverfahren (Multiplikatoransätze) erörtert. Dies scheint vor dem Hintergrund ihrer weiten Verbreitung in der praktischen Anwendung nicht angebracht. Hierbei ist vor allem interessant, ob die vielfach in Theorie und Praxis geäußerte Kritik bezüglich der Problematik fehlender Vergleichsunternehmen für Fußballunternehmen zutrifft. Immerhin besitzen alle auf den ersten Blick das gleiche „Geschäftsmodell“. Der vorliegende Beitrag versucht den Bewertungsprozess mit Hilfe der Multiplikatormethode am Beispiel von Borussia Dortmund darzustellen und Problemfelder näher zu analysieren. Dabei steht vor allem die Suche nach passenden Vergleichsunternehmen und die Auswahl geeigneter Multiplikatoren im Mittelpunkt.

Inhaltsverzeichnis

SYMBOLVERZEICHNIS.....	4
1 EINLEITUNG.....	5
2 UNTERNEHMENSBEWERTUNG MIT DER MULTIPLIKATORMETHODE.....	6
2.1 GRUNDLEGENDES.....	6
2.2 VORGEHENSWEISE.....	8
2.2.1 Analyse des zu bewertenden Unternehmens.....	8
2.2.2 Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen.....	9
2.2.3 Auswahl der Multiplikatoren und Bestimmung des Unternehmenswertes.....	10
2.2.4 Bestimmung des endgültigen Unternehmenswertes unter Berücksichtigung eventueller Korrekturen.....	14
2.3 ZWISCHENFAZIT.....	15
3 BEWERTUNGSRELEVANTE CHARAKTERISTIKA DEUTSCHER FUßBALL- BUNDESLIGAVEREINE.....	17
3.1 DER FUßBALLVEREIN ALS FUßBALLUNTERNEHMEN.....	17
3.2 EINFLUSS INSTITUTIONELLER RAHMENBEDINGUNGEN.....	18
3.3 FINANZIELLE KRITERIEN.....	19
3.3.1 Die Erlösstruktur.....	19
3.3.2 Die Aufwandsstruktur.....	21
3.3.3 Die Finanzstruktur.....	22
3.4 ASSOZIATIVE KONKURRENZ UNTER FUßBALLUNTERNEHMEN.....	23
3.5 IMMATERIELLE FAKTOREN ALS DOMINIERENDE WERTTREIBER.....	24
3.6 DISKONTINUIERLICHE UNTERNEHMENSENTWICKLUNG.....	24
4 BEWERTUNG VON BORUSSIA DORTMUND MIT DER MULTIPLIKATORMETHODE.....	25
4.1 ANALYSE DES ZU BEWERTENDEN UNTERNEHMENS UND AUSWAHL GEEIGNETER VERGLEICHSUNTERNEHMEN.....	25
4.2 AUSWAHL DER MULTIPLIKATOREN UND BESTIMMUNG DES UNTERNEHMENSWERTES.....	33
4.3 BESTIMMUNG DES ENDGÜLTIGEN UNTERNEHMENSWERTES UNTER BERÜCKSICHTIGUNG EVENTUELLER KORREKTUREN UND INTERPRETATION DER ERGEBNISSE.....	35
5 ZUSAMMENFASSUNG.....	36
ANHANG.....	37
LITERATUR.....	39

Symbolverzeichnis

AMA_V	Anzahl der Mitarbeiter des Vergleichsunternehmens
CF_V	Cashflow
$EBIT_V$	Earnings before Interest and Taxes
$EBITDA_V$	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
$EK_{0,V}^M$	Wert des Vergleichsunternehmens
$EK_{0,B}^M$	Wert des zu bewertenden Unternehmens
EK_V^B	Buchwert des Eigenkapitals
FK^M	Marktwert des Fremdkapitals
G_V	Gewinn des Vergleichsunternehmens
ΔG_V	Gewinnwachstum
$GK_{0,V}^M$	Marktwert des Gesamtkapitals des Vergleichsunternehmens
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis
KCV	Kurs-Cashflow-Verhältnis
KG_V	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KG_V^{dyn}	dynamisches Kurs-Gewinn-Verhältnis
M	Multiplikator
PKM_V	durchschnittliche Personalkosten pro Mitarbeiter des Vergleichsunternehmens
Tr_B	Transfergröße des zu bewertenden Unternehmens
Tr_V	Transfergröße des Vergleichsunternehmens
U_V	Umsatz des Vergleichsunternehmens
WM	Wert eines Mitarbeiters
WpM_V	durchschnittliche Wertschöpfung eines Mitarbeiters des Vergleichsunternehmens

1 Einleitung

Durch die verstärkte wirtschaftliche Bedeutung deutscher Fußballvereine¹ sind diese vermehrt in das Blickfeld von Investoren geraten. Begleitet wurde jene Entwicklung durch die Umwandlung einer Vielzahl von Bundesligavereinen in Kapitalgesellschaften², was eine Bewertung notwendig macht. Diese wurde in der Vergangenheit vor allem anhand von Barwertkonzepten erörtert.³ Die Eignung von Vergleichswertverfahren (Multiplikatoransätze) wurde dagegen nicht ausführlich thematisiert. Dies scheint vor dem Hintergrund ihrer weiten Verbreitung in der praktischen Anwendung⁴ nicht angebracht. Ziel der vorliegenden Untersuchung ist es, die Anwendung der Multiplikatormethode auf Fußballunternehmen näher zu betrachten. In diesem Zusammenhang ist vor allem interessant, ob die vielfach in Theorie und Praxis geäußerte Kritik bezüglich der Problematik fehlender Vergleichsunternehmen⁵ für Fußballunternehmen zutrifft. Immerhin besitzen alle auf den ersten Blick das gleiche „Geschäftsmodell“.

Zunächst erfolgt eine Darstellung der Grundlagen der Multiplikatormethode und eine kritische Einschätzung dieser. Daraufhin werden die bewertungsrelevanten Charakteristika deutscher Fußball-Bundesligacclubs⁶ herausgearbeitet. Der Schwerpunkt soll dabei auf Vereinen der 1. Bundesliga liegen, um eine möglichst hohe Vergleichbarkeit zu erreichen. Aufbauend auf den gewonnenen Erkenntnissen erfolgt abschließend eine Analyse der Anwendbarkeit der Multiplikatormethode zur Bewertung deutscher Fußball-Bundesligavereine am Beispiel von Borussia Dortmund. Dabei steht vor allem die Suche nach passenden Vergleichsunternehmen und die Auswahl geeigneter Multiplikatoren im Mittelpunkt.

¹ Vgl. dazu z.B. die Ausführungen von Deloitte (2010); DFL (2010).

² So haben mittlerweile 19 der 36 Vereine der 1. und 2. Bundesliga eine Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft vollzogen; vgl. Anhang 1. Zur Problematik der Unterscheidung zwischen Vereinen und Unternehmen vgl. die Ausführungen in Abschnitt 3.1

³ Vgl. hierzu z.B. Korthals (2005); Escher (2007).

⁴ Dies wird durch die Untersuchungen von Brösel/Hauttmann gestützt, wonach 68 % der antwortenden Unternehmen Multiplikatorverfahren zur Bewertung heranziehen; vgl. Brösel/Hauttmann (2007), S. 235.

⁵ Vgl. z.B. Böcking/Nowak (1999), S. 172; Coenenberg/Schultze (2002), S. 698; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104.

⁶ Die Begriffe Club und Verein sollen im Folgenden synonym verwendet werden.

2 Unternehmensbewertung mit der Multiplikatormethode

2.1 Grundlegendes

Die Multiplikatormethode, auch Vergleichswertverfahren genannt, stellt eine Möglichkeit einer marktorientierten Bewertung dar.⁷ Hierbei wird davon ausgegangen, dass ähnliche Unternehmen auch ähnliche Unternehmenswerte besitzen („Law of one Price“-Prinzip), so dass aus realisierten Marktpreisen oder Börsenkurswerten Unternehmenswerte ableitbar sind.⁸ Als Voraussetzung dafür müssen der Markt der Wettbewerbsunternehmen bzw. der Unternehmen aus der gleichen Branche der richtigen Bewertung unterliegen und sich die zu vergleichenden Unternehmen ähnlich entwickeln.⁹ Diese Herangehensweise setzt einen informationseffizienten Kapitalmarkt voraus. Die Grundlage für die Theorie effizienter Märkte legte Fama, wonach drei Formen von Informationseffizienz unterschieden werden können.¹⁰ Dabei schließt die jeweils höhere Form der Informationseffizienz die niedrigere(n) Form(en) mit ein, so dass sich diese nur durch den Effizienzgrad bezüglich der Auswertung der relevanten Informationen unterscheiden.¹¹ In der schwachen Form werden alle Informationen über den bisherigen Kursverlauf von Wertpapieren im aktuellen Börsenkurs berücksichtigt. Im Rahmen der halbstrengen Form spiegeln sich alle zum Betrachtungszeitpunkt öffentlich zugänglichen Informationen im Wertpapierkurs wider. Die strenge Form geht davon aus, dass alle Informationen, unabhängig davon, ob sie öffentlich zugänglich sind oder nicht, in der Höhe des Börsenkurses Beachtung finden. Infolge des Wegfalls jeglicher Informationsasymmetrien sind Fehlbewertungen grundsätzlich ausgeschlossen, so dass kein Marktteilnehmer die Möglichkeit besitzt, überdurchschnittliche Renditen zu erwirtschaften.¹²

Damit Kapitalmärkte einer Informationseffizienz genügen können, dürfen die gehandelten Wertpapiere keinerlei Restriktionen und Regulierungen bezüglich ihrer Handelbarkeit unterliegen und alle Anleger müssen sich rational verhalten.¹³ Das Ergebnis einer solcher Herangehensweise ist als potenzieller Marktpreis zu verstehen, welcher beim Verkauf des Unternehmens auf einem entsprechenden Markt erzielt

⁷ Vgl. zur geschichtlichen Entwicklung der Unternehmensbewertung und den einzelnen Werttheorien z.B. Matschke (1979), S. 5 ff.; Künnemann (1985), S. 7 ff.; Coenenberg (1992), S. 90; Mandl/Rabel (1997), S. 5 ff.; Matschke/Brösel (2007), S. 14 ff.; Peemöller (2009), S. 4 ff.

⁸ Der Preis eines Unternehmens stellt denjenigen Geldbetrag dar, welchen ein Käufer für den Erwerb des Unternehmens zu entrichten hat, und ist somit das Ergebnis von Angebot und Nachfrage; Moxter (1983), S. 5. Inwieweit der Preis vom entsprechenden Wert abweicht, hängt insbesondere vom Bewertungsanlass und den damit verbundenen Bewertungszwecken ab, welche durch das persönliche Ziel- und Präferenzsystem des Bewertenden determiniert werden; vgl. Hering (2000), S. 435; Brösel (2003), S. 130.

⁹ Vgl. dazu Sanfleber-Decher (1992), S. 597; Buchner/Englert (1994), S. 1573; Mandl/Rabel (1997), S. 42; Böcking/Nowak (1999), S. 169; Schwetzler (2001), S. 77; Coenenberg/Schultze (2002), S. 697; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 197; Born (2003), S. 155; Seppelfricke (2007), S. 139.

¹⁰ Vgl. Fama (1970), S. 383 ff.

¹¹ Vgl. Steiner/Bruns (2007), S. 39.

¹² Vgl. Fama (1970), S. 383 ff. sowie ergänzend die Ausführungen von Damodaran (2002), S. 112 ff.; Brealey/Meyers/Allen (2006), S. 337; Kuhner/Maltry (2006), S. 37 f.; Mishkin/Eakins (2009), S. 130 f.

¹³ Vgl. dazu grundlegend die Ausführungen von Fama (1970), S. 383 ff. sowie ergänzend Röder (1999), S. 5; Damodaran (2002), S. 112 ff.; Brealey/Meyers/Allen (2006), S. 337; Mishkin/Eakins (2009), S. 128 ff.

werden kann. Dadurch finden bei der Bewertung Angebot und Nachfrage explizit Berücksichtigung.¹⁴ Dieser ermittelte potenzielle Marktpreis darf jedoch nicht mit einem subjektiven Unternehmenswert verwechselt werden. Er soll vielmehr einen objektiven Unternehmenswert darstellen, welcher durch das Zusammentreffen der verschiedenen subjektiven Bewertungen der Marktteilnehmer zustande kommt.¹⁵

Für die Berechnung des Unternehmenswertes können entweder Verfahren des direkten Unternehmensvergleiches (Comparative-Company-Approach) oder Verfahren auf Basis von Erfahrungswerten¹⁶ herangezogen werden.¹⁷ Dabei ist für die Wertfindung vor allem von Bedeutung, ob die Vergleichsunternehmen eine Börsennotierung aufweisen oder nicht. Bei börsennotierten Unternehmen kann die Bestimmung des Marktpreises unmittelbar über den Börsenkurs erfolgen. Im Fall von nicht börsennotierten Vergleichsunternehmen ist eine solche Wertfindung nicht unmittelbar möglich. Hier muss der entsprechende Wert aus historischen Preisen abgeleitet werden. Der Comparative-Company-Approach differenziert in Abhängigkeit von der Herkunft der Vergleichspreise nach:¹⁸

- Preisen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen (Similar-Public-Company-Methode),
- gezahlten Preisen für abgeschlossene Akquisitionen (Recent-Acquisitions-Methode)¹⁹ und
- erzielten Emissionspreisen bei Börseneinführungen (Initial-Public-Offerings-Methode)²⁰.

¹⁴ Vgl. Barthel (1996a), S. 152 f.; Barthel (1996b), S. 1701; Mandl/Rabel (1997), S. 43.

¹⁵ Vgl. dazu auch die Ausführungen von Buchner/Englert (1994), S. 1573 ff.; Mandl/Rabel (1997), S. 42 ff.; Schwall (2001), S. 97.

¹⁶ Diese Methode findet Anwendung vor allem bei der Bewertung kleinerer Unternehmen, wie Apotheken, Arztpraxen oder Rechtsanwaltskanzleien. Die Ermittlung des Unternehmenswertes erfolgt über die Verwendung von Multiplikatoren, welche branchenspezifische Erfahrungswerte für eine bestimmte Branche darstellen. Darum wird dieses Verfahren auch als „Daumenregel“ bzw. „rules-of-thumb“ bezeichnet. Eine Auswahl und Analyse von geeigneten Vergleichsunternehmen entfällt bei dieser Methode. Es reicht vielmehr aus, das zu bewertende Unternehmen einer bestimmten Branche zuzuordnen und dort die branchentypischen Multiplikatoren zu kennen; vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1577; Mandl/Rabel (1997), S. 265 ff.

¹⁷ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1574 ff.; Barthel (1996a), S. 154 ff.; Mandl/Rabel (1997), S. 43 ff.; Böcking/Nowak (1999), S. 169 ff.

¹⁸ Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 597 ff.; Buchner/Englert (1994), S. 1574 ff.; Barthel (1996a), S. 155 ff.; Mandl/Rabel (1997), S. 43 ff.; Böcking/Nowak (1999), S. 170 ff.; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 197 ff.; Berner/Rojahn (2003), S. 156 ff.; Wagner (2005), S. 6 f.

¹⁹ Damit werden bei der Wertfindung nicht die Marktpreise börsennotierter Unternehmen berücksichtigt, sondern tatsächlich realisierte Transaktionspreise vergleichbarer Unternehmen. Diese Methode wird im Schrifttum auch als Recent-Transactions-Methode bezeichnet, wobei eine Differenzierung beispielsweise anhand der Transaktionsgröße erfolgen kann; vgl. Berner/Rojahn (2003), S. 156; Löhnert/Böckmann (2009), S. 569; Pratt (2005), S. 57 f.

²⁰ Problematisch ist bei dieser Herangehensweise vor allem die schwankende Anzahl von Börseneinführungen und die damit verbundene Schwierigkeit, ausreichend vergleichbare Unternehmen zu finden, vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 600; Böcking/Nowak (1999), S. 174.

Das grundlegende methodische Vorgehen ist bei allen Herangehensweisen weitestgehend identisch und soll im Folgenden anhand der Similar-Public-Company-Methode dargestellt werden:²¹

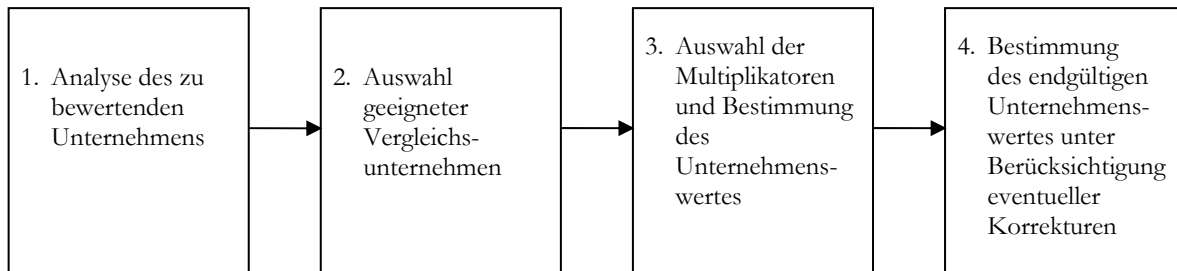


Abbildung 1: Bewertungsprozess im Rahmen der Similar-Public-Company-Methode

2.2 Vorgehensweise

2.2.1 Analyse des zu bewertenden Unternehmens

Im ersten Schritt erfolgt eine Analyse der ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen der Branche sowie der wirtschaftlichen Lage des zu bewertenden Unternehmens (Due Diligence-Untersuchung²²).²³ Eine solche Untersuchung ist für alle Bewertungen von essentieller Bedeutung und sollte in jedem Fall der eigentlichen Bewertung vorangestellt werden. Ziel ist es, ein Verständnis für das zu bewertende Unternehmen zu erhalten und einen darauf aufbauenden Kriterienkatalog für die nachfolgende Auswahl von geeigneten Vergleichsunternehmen festzulegen. Hierbei sind qualitative und quantitative (finanzielle) Kriterien zu unterscheiden, für welche jeweils die unternehmensspezifischen Größen ermittelt werden müssen. Im Rahmen der qualitativen Kriterien liegt das Hauptaugenmerk auf der Untersuchung der Branche, der Rechtsform, des Geschäftsmodells²⁴, der Unternehmensstrategie, der Wettbewerbssituation und -position²⁵, der Eigentumsverhältnisse, der Größe²⁶ sowie der Qualität des Managements des zu bewertenden Unternehmens.²⁷ Daneben ist auch eine möglichst umfassende Analyse der finanziellen Situation des Unternehmens von Bedeutung. Für deren Darstellung werden die Einnahmen- und Aufwands-

²¹ Die Ausgestaltung der einzelnen Teilschritte variiert von Autor zu Autor, ist jedoch vom grundlegenden Verständnis her gleich. Die folgenden Ausführungen orientieren sich an Sanfleber-Decher (1992), S. 598 ff.; Buchner/Englert (1994), S. 1574 ff.; Barthel (1996a), S. 156; Mandl/Rabel (1997), S. 260 ff.; Böcking/Nowak (1999), S. 171 ff.; Pratt/Reilly/Schweihl (2000), S. 224 ff.; Hillebrandt (2001), S. 618 f.; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 203 ff.

²² Due Diligence bedeutet so viel wie „mit gebührender Sorgfalt“. Zum Begriff der Due Diligence und den damit verbundenen Analysen und Problemen vgl. unter anderem Werner (2000), S. 989 f.; Rittmeister (2004), S. 1032; Nägele (2008), S. 737 ff.; Westermann (2005), S. 249; Berens/Strauch (2008), S. 3 ff. und im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen z.B. Helbling (2009), S. 235 ff.; Klein/Jonas (2008), S. 163 ff.

²³ Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 598; Buchner/Englert (1994), S. 1574; Barthel (1996a), S. 156; Mandl/Rabel (1997), S. 260.

²⁴ Das Geschäftsmodell eines Unternehmens umfasst das Leistungsangebot des Unternehmens, das Erlösmodell und den Wertschöpfungsprozess mit dem Markt, auf welchem das Unternehmen tätig ist. Diese Bestandteile stehen in ständiger Wechselbeziehung zueinander. Für weitergehende Ausführungen und eine umfangreiche Übersicht der einzelnen Ansätze sei z.B. auf Bieger/Ruegg-Stürm/von Rohr (2002), S. 35 ff. verwiesen.

²⁵ Hier sind z.B. rechtliche Vorgaben in den jeweiligen Ländern, der Marktanteil oder das Marktwachstum von Bedeutung.

²⁶ Die Größe eines Unternehmens spiegelt sich vor allem in den finanziellen Kennzahlen wider.

²⁷ Vgl. Bausch (2000), S. 455; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 204 ff.; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104; Wagner (2005), S. 13.

struktur und Kennzahlen, wie Rentabilität, Liquidität oder Kapitalstruktur (Verschuldungsgrad), näher betrachtet. Die Auswahl der charakteristischen Kennzahlen und deren Ermittlung liegt dabei vollständig im Ermessen des Bewertenden und basiert auf seinen Erfahrungen und Präferenzen.²⁸

2.2.2 Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen

Die Auswahl der geeigneten Vergleichsunternehmen, auch Peer-Group genannt, stellt den zentralen Bestandteil des Verfahrens dar und bestimmt die Genauigkeit der gesamten Wertermittlung.²⁹ Gleichzeitig ist dies der schwierigste Bereich, welcher die meisten praktischen Probleme verursacht.³⁰ So kann nur die Übertragung von Marktpreisen von Unternehmen mit gleichen wertrelevanten Eigenschaften als sinnvoll erachtet werden.³¹ Es erscheint jedoch eher unwahrscheinlich, dass man Unternehmen findet, welche dem Bewertungsobjekt in allen oder den wesentlichen Eigenschaften entsprechen.³² Darum sind als Vergleichsobjekte die Unternehmen heranzuziehen, deren Daten in den wichtigsten Merkmalen mit dem Bewertungsobjekt übereinstimmen³³; in der Regel sind dies die Kriterien der Due Diligence-Untersuchung des zu bewertenden Unternehmens.³⁴ So kann beispielsweise geprüft werden, ob die Vergleichsunternehmen gleichartige Produkte produzieren und diese auf entsprechenden Märkten anbieten, ähnliche Risiko-, Wachstums- und Renditeerwartungen aufweisen und sich in Größe und Kapitalstruktur ähneln.³⁵ Ab wann ein Unternehmen jedoch als ähnlich eingestuft werden kann, wird in Theorie und Praxis nicht eindeutig geklärt,³⁶ wodurch ein hohes Maß an Unsicherheit bezüglich des Bewertungsergebnisses besteht. Einige Autoren meinen, dass die Anwendung der Vergleichskriterien im Einzelfall flexibel vorzunehmen

²⁸ Hierzu gehören auch mögliche Bereinigungen der ermittelten Daten, wenn sie durch außerordentliche Effekte verfälscht wurden. Dies zu erkennen, stellt eine weitere Herausforderung für den Bewertenden dar.

²⁹ Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 203; Wagner (2005), S. 10.

³⁰ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1574; Mandl/Rabel (1997), S. 260; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104; Coenenberg/Schultze (2002), S. 698.

³¹ Vgl. Seppelfricke (2007), S. 148; Drukarczyk/Schüler (2009), S. 453; Langguth (2008), S. 32.

³² Vgl. Böcking/Nowak (1999), S. 172; Beckmann/Meister/Meitner (2003), S. 104.

³³ Für die Suche nach geeigneten Vergleichsunternehmen stehen verschiedene Datenbanken zur Verfügung. In den USA bildet der vom US Department of Commerce 1987 herausgegebene Standard Industrial Classification Code (SIC-Code) allgemeine Anhaltspunkte zur Klassifizierung von Unternehmen nach Geschäftszweigen; vgl. <http://www.siccode.com> (Abruf am 30.06.2010). Der SIC-Code wurde weitestgehend durch das 1997 entwickelte Klassifizierungssystem North American Industry Classification System (NAICS) abgelöst. Dieses wurde durch die USA, Kanada und Mexiko entwickelt. Die aktuelle Version aus dem Jahr 2007 ist unter <http://www.census.gov/eos/www/naics/> (Abruf am 30.06.2010) einsehbar. Daneben existieren Klassifizierungssysteme privater Unternehmen. Hierzu zählen der Industry Classification Benchmark (ICB) von Dow Jones und FTSE, vgl. <http://www.icbenchmark.com> (Abruf am 30.06.2010), sowie der Global Industry Classification Standard (GICS) von Standard & Poors und Morgan Stanley, vgl. http://www.msicbarra.com/products/indices/gics/gics_structure.html (Abruf am 30.06.2010). Für eine ausführliche Beschreibung der einzelnen Klassifizierungssysteme vgl. z.B. Sanfleber-Decher (1992), S. 599; Pratt/Reilly/Schweih (2000), S. 238; Koller/Goedhart/Wessels (2005), S. 367; Pratt (2005), S. 53. Für weitergehende Informationen zu den Vergleichsunternehmen stehen in den USA zahlreiche Datenbanken (z.B. Standard & Poors Report) zur Verfügung. Auch für Deutschland (z.B. Angebote von Thomson Financial) sind mittlerweile Datenbanken mit umfangreichem Datenmaterial zu Vergleichsunternehmen vorhanden. Für weitergehende Ausführungen zur Datenbeschaffung vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 598 f.; Buchner/Englert (1994), S. 1575; Böcking/Nowak (1999), S. 172; Pratt/Reilly/Schweih (2000), S. 238 ff.; Pratt (2005), S. 25 ff.

³⁴ Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 598 f.; Mandl/Rabel (1997), S. 260; Hillebrandt (2001), S. 618 f.

³⁵ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1574 f.; Ballwieser (2003), S. 17. Für weitere mögliche Kriterien vgl. z.B. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 204 f.

³⁶ Vgl. zu dieser Problematik z.B. Böcking/Nowak (1999), S. 171 f.; Wagner (2005), S. 12 ff.; Seppelfricke (2007), S. 167 ff.

ist, um auf der einen Seite eine hinreichend große Datenbasis und auf der anderen Seite eine angemessene Vergleichbarkeit zwischen Peer-Group und dem zu bewertenden Unternehmen zu sichern.³⁷

2.2.3 Auswahl der Multiplikatoren und Bestimmung des Unternehmenswertes

Nach der Analyse des Bewertungsobjektes und der Ableitung von geeigneten Vergleichsunternehmen müssen im folgenden Schritt zweckdienliche Referenzgrößen gefunden werden, um daraus den Unternehmenswert zu bestimmen. Hierbei können zwei grundsätzliche Herangehensweisen unterschieden werden: Equity-Value- und Enterprise-Value-Multiplikatoren.³⁸ Bei Equity-Value-Multiplikatoren wird der Marktwert des Eigenkapitals³⁹ als Referenzgröße herangezogen, wogegen im Rahmen von Enterprise-Value-Multiplikatoren der Marktwert des Gesamtkapitals die verwendete Vergleichsgröße darstellt.⁴⁰ Damit besteht der generelle Unterschied in der Einbeziehung von Ansprüchen gegenüber Fremdkapitalgebern, da sich Equity-Multiplikatoren nur auf Größen beziehen, bei welchen diese Ansprüche schon abgegolten sind, und Enterprise-Value-Multiplikatoren auf Bezugsgrößen, welche die Zinszahlungen beinhalten.⁴¹

³⁷ Vgl. z.B. Buchner/Englert (1994), S. 1575; Pratt/Reilly/Schweihl (2000), S. 228 f.; Seppelfricke (2007), S. 167.

³⁸ Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 206; Schultze (2003), S. 161 f.; Schwetzler (2003), S. 79 ff.; Löhnert/Böckmann (2009), S. 575. Teilweise werden Multiplikatoren auch in Nettomultiplikatoren (für Equity-Value-Multiplikatoren) und in Bruttomultiplikatoren (für Enterprise-Value-Multiplikatoren) unterschieden. Der modelltheoretische Hintergrund ist jedoch derselbe; vgl. Hillebrandt (2001), S. 619. Barthel differenziert zusätzlich in Transaction Multiples (Bezug auf den Kaufpreis für ähnliche Unternehmen) und Trading Multiples (Bezug auf Kurse börsennotierter Unternehmen), in zukunfts-, gegenwarts- und vergangenheitsbasierte Multiples (beruhen auf erwarteten, aktuellen oder vergangenen Größen), in bestandsorientierte Multiples (Bezug auf stichtagsbezogene Bestandsgrößen) und stromgrößenorientierte Multiples (Bezug auf Geld- oder Mengeneinheiten in einer bestimmten Periode), in geldorientierte Multiples (Darstellung der Bezugsgröße in Geldeinheiten) und mengenorientierte Multiples (Darstellung der Bezugsgröße in einer Währung), in Primary Multiples (Bezugsgröße mit einer Eigenschaft, wie z.B. Mitarbeiterzahl, Lohnkosten) und Secondary Multiples (Bezug auf abgeleitete Größen, wie z.B. Rohgewinn, Eigenkapital) sowie in Dominating Multiples (Vorhandensein eines einzigen dominierenden Multiplikators) und Non-dominating Multiples (Verwendung mehrerer Multiplikatoren); vgl. Barthel (2007), S. 667 f.

³⁹ Dieser entspricht dem Unternehmenswert des Vergleichsunternehmens.

⁴⁰ Der Enterprise-Value stellt die Summe der Marktwerte aus Eigen- und Fremdkapital dar. Genau genommen handelt es sich nach Peemöller/Meister/Beckmann um die Summe aus Marktwert des Eigenkapitals, Nettoverschuldung und Pensionsrückstellungen abzüglich nicht konsolidierter Beteiligungen; vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 207. Seppelfricke sieht den Enterprise-Value als Summe aus Marktwert des Eigenkapitals, der Nettoverbindlichkeiten, Anteile Dritter sowie dem Barwert aus Pensions- und Leasingverpflichtungen, reduziert um den Wert der nicht operativen Vermögensgegenstände; vgl. Seppelfricke (1999), S. 306.

⁴¹ Vgl. Seppelfricke (2007), S. 150; Wagner (2005), S. 15.

Die Vorgehensweise bei der Ermittlung des Unternehmenswertes (Marktwert des Eigenkapitals)⁴² mit Hilfe von Equity-Value-Multiplikatoren lautet:⁴³

$$EK_{0,B}^M = M \cdot Tr_B = \frac{EK_{0,V}^M}{Tr_V} \cdot Tr_B = EK_{0,V}^M \cdot \frac{Tr_B}{Tr_V}$$

mit $EK_{0,B}^M, EK_{0,V}^M$: Wert des zu bewertenden bzw. des Vergleichsunternehmens

Tr_B, Tr_V : Transfergröße des zu bewertenden bzw. des Vergleichsunternehmens

$$M = \frac{EK_{0,V}^M}{Tr_V} : \text{ (Equity Value-) Multiplikator}$$

Die Berechnungsvorschrift bei Verwendung von Enterprise-Value-Multiplikatoren lautet:⁴⁴

$$EK_{0,B}^M = M \cdot Tr_B - FK^M = \frac{GK_{0,V}^M}{Tr_V} \cdot Tr_B - FK^M = GK_{0,V}^M \cdot \frac{Tr_B}{Tr_V} - FK^M$$

mit $GK_{0,V}^M$: Marktwert des Gesamtkapitals des Vergleichsunternehmens

FK^M : Marktwert des Fremdkapitals

$$M = \frac{GK_{0,V}^M}{Tr_V} : \text{ (Enterprise Value-) Multiplikator}$$

Nachfolgend werden einige wichtige Multiplikatoren und Transfergrößen vorgestellt:⁴⁵

⁴² Der ermittelte Unternehmenswert ist, wie in Abschnitt 2.1 beschrieben, als potenzieller Marktpreis zu verstehen.

⁴³ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1576; Mandl/Rabel (1997), S. 44; Hillebrandt (2001), S. 619; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 197; Berner/Rojahn (2003), S. 156. Werden mehrere Vergleichsunternehmen zur Bewertung herangezogen, wird ein durchschnittlicher Multiplikator aus den verschiedenen Transfergrößen und Marktwerten gebildet; vgl. Hillebrandt (2001), S. 619.

⁴⁴ Vgl. Hillebrandt (2001), S. 619 f.; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 206; Berner/Rojahn (2003), S. 156 ff.; Schultze (2003), S. 161; Löhnert/Böckmann (2009), S. 576 f.

⁴⁵ Vgl. dazu Seppelfricke (1999), S. 300 ff.; Pratt/Reilly/Schweihl (2000), S. 246 ff.; Wullenkord (2000), S. 524 ff.; Damodaran (2002), S. 468 ff.; Schwetzler (2003), S. 79 ff.; Born (2003), S. 156 ff.; Löhnert/Böckmann (2009), S. 577.

Equity-Value-Multiplikatoren			
Transfergröße		Multiplikator	Berechnungsvorschrift
Gewinn ⁴⁶	G_V	Kurs-Gewinn-Verhältnis	$KGV = \frac{EK_{0,V}^M}{G_V}$
Gewinnwachstum	ΔG_V	dynamisches Kurs-Gewinn-Verhältnis	$KGV^{dyn} = \frac{KGV}{\Delta G_V}$
Cashflow ⁴⁷	CF_V	Kurs-Cashflow-Verhältnis	$KCV = \frac{EK_{0,V}^M}{CF_V}$
Buchwert des Eigenkapitals	EK_V^B	Kurs-Buchwert-Verhältnis	$KBV = \frac{EK_{0,V}^M}{EK_V^B}$
Enterprise-Value-Multiplikatoren			
Transfergröße		Multiplikator	Berechnungsvorschrift
Umsatz	U_V	Enterprise-Value-Umsatz-Verhältnis	$\frac{GK_{0,V}^M}{U_V}$
Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ⁴⁸	$EBITDA_V$	Enterprise-Value-EBITDA-Verhältnis	$\frac{GK_{0,V}^M}{EBITDA_V}$
Earnings before Interest and Taxes ⁴⁹	$EBIT_V$	Enterprise-Value-EBIT-Verhältnis	$\frac{GK_{0,V}^M}{EBIT_V}$

Abbildung 2: Einige wichtige Multiplikatoren im Überblick

Erfolgskennzahlen sind nur dann als Transfergröße verwendbar, wenn sie bei allen betrachteten Unternehmen einen positiven Wert aufweisen. Andernfalls kann man zum einen auf Finanzmultiplikatoren ausweichen, die keine negativen Werte annehmen können (z.B. Umsatz, Buchwert des Eigenkapitals); zum anderen gibt es Multiplikatoren, welche statt auf Finanzdaten auf anderen Transfergrößen, wie Mitarbei-

⁴⁶ Der Gewinn ist eine manipulationsanfällige Größe. So existiert z.B. nach HGB ein erheblicher Spielraum bei der Gestaltung des Jahresergebnisses. Infolgedessen kann man nicht von „dem Jahresergebnis“ an sich sprechen; vgl. Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 216; Steiner/Bruns (2007), S. 243 f. Aus diesem Grund wird der Gewinn von deutschen Aktiengesellschaften bzw. von kapitalmarktorientierten Unternehmen zur besseren Vergleichbarkeit regelmäßig über das DVFA/SG-Schema berechnet, welches durch die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (DVFA) und der Schmalenbach-Gesellschaft (SG) entwickelt wurde; vgl. zur genauen Berechnungsvorschrift DVFA/SG (2000), S. 69 sowie weiterführend Seppelfricke (1999), S. 301 f.; Born (2003), S. 156; Pellens/Fülbier/Gassen/Sellhorn (2008), S. 871 f.; Perridon/Steiner (2007), S. 204 f.; Steiner/Bruns (2007), S. 243 ff. In Zukunft wird durch die Verpflichtung aller kapitalmarktorientierten Unternehmen, nach IFRS-Rechnungslegung zu bilanzieren, das DVFA/SG-Schema wahrscheinlich an Bedeutung verlieren und durch die Vorschriften nach IAS 33 ersetzt werden; vgl. dazu Pellens/Fülbier/Gassen/Sellhorn (2008), S. 772.

⁴⁷ Für die Berechnung des Cashflows hat sich in der Literatur kein einheitliches Schema durchgesetzt; vgl. zur Problematik exemplarisch Mandl/Rabel (1997), S. 316; Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 580.

⁴⁸ Das EBITDA entspricht dem Gewinn vor Zinsen, Ertragsteuern und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögenswerte.

⁴⁹ Das EBIT entspricht dem Gewinn vor Zinsen und Ertragsteuern.

terfähigkeiten, Kapazitäten oder Nutzerverhalten, basieren (Non-Financial-Multipliers).⁵⁰ Da diese Bezugsgrößen das gesamte Unternehmen und somit den Marktwert des Gesamtkapitals beeinflussen, empfiehlt sich als Referenzgröße der Enterprise-Value. Prinzipiell sollte hierbei immer ein Bezug zu den Einzahlungsüberschüssen des Unternehmens nachweisbar sein.⁵¹

Mitarbeiterorientierte Multiplikatoren scheinen sich in diesem Zusammenhang für die Bewertung von Fußballunternehmen anzubieten, weil so die zunehmende Bedeutung von immateriellen Faktoren⁵² und damit die Qualität, Dynamik und Qualifikation der Beschäftigten eines Unternehmens oder eben der Spieler eines Fußballvereins innerhalb der Bewertung berücksichtigt werden kann. Ein möglicher mitarbeiterbasierter Multiplikator wird im Folgenden dargestellt:⁵³

$$WM = \frac{GK_{0,V}^M}{(WpM_V - PKM_V) \cdot AMA_V} - FK^M$$

mit WM : Wert eines Mitarbeiters

WpM_V : durchschnittliche Wertschöpfung eines Mitarbeiters des Vergleichsunternehmens

PKM_V : durchschnittliche Personalkosten pro Mitarbeiter des Vergleichsunternehmens

AMA_V : Anzahl der Mitarbeiter des Vergleichsunternehmens

Ein Problem stellt sicher die Ermittlung der durchschnittlichen Wertschöpfungsleistungen eines Fußballspielers dar, da die Messung der Leistung aus kreativ schöpferischer Tätigkeit schwer durchführbar ist. Zudem berücksichtigen solche Multiplikatoren nicht, dass beim Ausscheiden bestimmter Schlüsselspieler meist mehr Know-how verloren geht als die dargestellte durchschnittliche Wertschöpfungsleistung. Damit zeigt sich, dass Non-Financial-Multipliers nur grobe Wertschätzungen darstellen und nicht alle individuellen Besonderheiten der Unternehmen berücksichtigen können. Dies basiert zum einen auf dem teilweise geringen Zusammenhang zwischen gewählter Bezugsgröße und dem Unternehmenswert und zum anderen auf den nicht ausreichend berücksichtigten zukünftigen Einzahlungsüberschüssen der Unternehmen.⁵⁴ Der Einsatz von Non-Financial-Multipliers ist damit nur in solchen Bewertungssituationen denkbar, in denen sich die Abschätzung zukünftiger Einnahmeüberschüsse aufgrund fehlender Daten als schwierig gestaltet.⁵⁵

⁵⁰ Diese spielten vor allem bei Bewertungen von Internetunternehmen Ende der 1990er Jahre eine bedeutende Rolle; vgl. dazu Koller/Goedhart/Wessels (2005), S. 379 sowie Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 54 ff.

⁵¹ Vgl. Schwetzler/Warfsmann (2005), S. 54.

⁵² Vgl. zu dieser Thematik Abschnitt 3.5.

⁵³ In Anlehnung an Wullenkord (2000), S. 527.

⁵⁴ Vgl. Langguth (2008), S. 40.

⁵⁵ Vgl. Coenenberg/Schultze (2002), S. 699.

2.2.4 Bestimmung des endgültigen Unternehmenswertes unter Berücksichtigung eventueller Korrekturen

Im letzten Schritt muss der Bewertende aus den verschiedenen Multiplikatoren⁵⁶ diejenigen auswählen, welche zu plausiblen Unternehmenswerten führen und eventuelle Ausreißer eliminieren, um das Ergebnis nicht zu verzerren.⁵⁷ Diese Werte sind schlussendlich zu einem endgültigen Unternehmenswert zu aggregieren⁵⁸, wobei die Bildung von Durchschnittswerten über das arithmetische oder harmonische Mittel sowie über den Median denkbar ist.⁵⁹ Hierbei ist grundsätzlich immer darauf zu achten, dass Bezugs- und Referenzgrößen in konsistenter Beziehung zueinander stehen und sich diese immer auf dieselbe Bewertungsdimension beziehen.⁶⁰ Dieser Unternehmenswert wird in der Praxis regelmäßig durch pauschale Zu- oder Abschläge erhöht oder vermindert, um die Vergleichbarkeit des Bewertungsobjekts mit den jeweiligen Vergleichsunternehmen sicherzustellen. Diese Zu- oder Abschläge fußen oft auf subjektiven Erfahrungswerten des Bewertenden und rechtfertigen sich z.B. durch unterschiedliche Wachstumsaussichten, Marktfähigkeit oder Einflussmöglichkeiten bei den Bewertungsobjekten.⁶¹ Beispielsweise ist für eine Kontrollmehrheit am Unternehmen ein Zuschlag („Kontrollzuschlag“) auf den Unternehmenswert vorzunehmen, da in diesem Fall eine größere Einflussnahme auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens möglich erscheint.⁶² Dagegen kann bei fehlender Börsennotierung ein Abschlag auf Grund der geringeren Fungibilität im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen notwendig sein, da in diesem Fall höhere Transaktionskosten und längere Veräußerungszeiträume Berücksichtigung finden müssen.⁶³ Durch das Auffinden geeigneter Vergleichsunternehmen besteht die Möglichkeit, die Bedeutung solcher subjektiven Zu- oder Abschläge wiederum zu verringern.⁶⁴

⁵⁶ Diese können aus einem oder mehreren Vergleichsunternehmen abgeleitet werden.

⁵⁷ Vgl. Schwetzler (2003), S. 88; Löhnert/Böckmann (2009), S. 580.

⁵⁸ Vgl. Seppelfricke (2007), S. 169.

⁵⁹ Vgl. Barthel (2007), S. 668 sowie zu den einzelnen Möglichkeiten der Durchschnittsbildung z.B. Adrian (2005), S. 67 ff.

⁶⁰ Vgl. auch Seppelfricke (2007), S. 148.

⁶¹ Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 602; Buchner/Englert (1994), S. 1576; Mandl/Rabel (1997), S. 263; Böcking/Nowak (1999), S. 173; Hillebrandt (2001), S. 619; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 205.

⁶² Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1576; Mandl/Rabel (1997), S. 263; Böcking/Nowak (1999), S. 173; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 205.

⁶³ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1576; Barthel (1996a), S. 156; Mandl/Rabel (1997), S. 263; Böcking/Nowak (1999), S. 173; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 205.

⁶⁴ Vgl. Hillebrandt (2001), S. 619. Bei der Recent-Acquisitions-Methode ist im Rahmen der Korrekturen zu beachten, dass „Kontrollzuschläge“ entfallen, da die ermittelten Kaufpreise in der Regel Preise für das gesamte Unternehmen oder wenigstens für eine Mehrheitsbeteiligung darstellen. Gleiches gilt für Abschläge infolge geringerer Fungibilität, da diese Eigenschaft gleichermaßen auf das zu bewertende Unternehmen und die Vergleichsunternehmen zutrifft; vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1576; Barthel (1996a), S. 157; Mandl/Rabel (1997), S. 264.

2.3 Zwischenfazit

Grundsätzlich ist festzustellen, dass bei der Multiplikatormethode die Ermittlung eines potenziellen Marktpreises und nicht die Bestimmung eines subjektorientierten und zweckbedingten Entscheidungswertes im Vordergrund steht. Damit ist nicht das persönliche Präferenzsystem des Entscheidungsträgers, sondern das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt für die Wertfindung von Bedeutung. Infolgedessen wird auf einen objektivierten Marktwert abgestellt und die jeweiligen Bewertungsinteressen und der Bewertungszweck werden vernachlässigt.⁶⁵ Die einzige Möglichkeit, eine solche Herangehensweise zu rechtfertigen, wäre ein Kapitalmarkt, welcher der Bedingung der Informationseffizienz genügt. Ohne diese Problematik näher zu thematisieren, deutet vieles darauf hin, dass im Allgemeinen nicht von informationseffizienten Kapitalmärkten auszugehen ist.⁶⁶

Auch die Berücksichtigung zukünftiger Erwartungen ist mit Vergleichswertverfahren nur schwer möglich, da sie auf realisierten historischen Preisen basieren. Diese können keinen expliziten Zusammenhang mit zukünftigen Entwicklungen des Bewertungsobjekts bzw. des Wirtschafts- oder Branchenwachstums herstellen, sondern nur die im Marktpreis der Vergleichsunternehmen implizit vorhandenen Zukunftserwartungen abbilden. Spezifische Besonderheiten des Bewertungsobjektes bleiben damit außen vor.⁶⁷

Eine weitere Herausforderung stellt das Auffinden von geeigneten Vergleichsunternehmen dar. Deren Auswahl liegt vollständig im Ermessen des Bewertenden und muss regelmäßig hinterfragt werden.⁶⁸ Dabei ist es für die Anwendung der Multiplikatormethoden von Bedeutung, ob am Kapitalmarkt eine genügend große Anzahl börsennotierter Vergleichsunternehmen existiert. Dies wurde in der Vergangenheit meist nur dem US-amerikanischen und nicht dem deutschen Kapitalmarkt zuerkannt⁶⁹, wobei auch anders lautende Meinungen bestehen.⁷⁰

Auch die Wahl der geeigneten Multiplikatoren stellt ein nicht zu unterschätzendes Problem dar. Hierbei steht man grundsätzlich vor der Frage, ob man Equity-Value-oder Enterprise-Value-Multiplikatoren verwenden soll. An ersteren wird oft kritisiert, dass sie den Einfluss des Verschuldungsgrades auf die Eigenkapitalkosten vernachlässigen. So nehmen bei steigender Verschuldung auch die Eigenkapitalkosten infolge des höheren Risikos zu.⁷¹ Dies kann bei Unternehmen mit unterschiedlichen Verschuldungsgraden zu falschen Ergebnissen führen, da sich Equity-Value-Multiplikatoren nur auf das Eigenkapital beziehen.⁷² Darum wird in solchen Fällen die Verwendung von Enterprise-Value-Multiplikatoren vorgeschlagen. Hier

⁶⁵ Vgl. dazu schon Abschnitt 2.1.

⁶⁶ Eine Effizienz wird am ehesten dem US-amerikanischen Kapitalmarkt zugesprochen, wogegen sie für den deutschen Kapitalmarkt weitestgehend bezweifelt wird; vgl. dazu z.B. Buchner/Englert (1994), S. 1579; Böcking/Nowak (1999), S. 174 f.; Hillebrandt (2001), S. 621; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 200; Löhnert/Böckmann (2009), S. 571; Kuhner/Maltry (2006), S. 270 f.

⁶⁷ Vgl. auch Buchner/Englert (1994), S. 1580; Hillebrandt (2001), S. 621; Kuhner/Maltry (2006), S. 271. Peemöller/Meister/Beckmann argumentieren dagegen, dass eine Zukunftsbezogenheit ausreichend durch die zukünftigen Erwartungen der Marktteilnehmer und den damit verbundenen Bewertungen der Vergleichsunternehmen gegeben ist; vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 200.

⁶⁸ Vgl. Seppelfricke (1999), S. 302; Born (2003), S. 165.

⁶⁹ Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 603; Buchner/Englert (1994), S. 1580; Böcking/Nowak (1999), S. 175.

⁷⁰ So z.B. Löhnert/Böckmann (2009), S. 571 f.

⁷¹ Vgl. exemplarisch dazu Perridon/Steiner/Rathgeber (2009), S. 487 ff.; Kuhner/Maltry (2006), S. 176.

⁷² Vgl. Seppelfricke (1999), S. 302; Schultze (2003), S. 168; Löhnert/Böckmann (2009), S. 576.

dient der Marktwert des gesamten Unternehmenskapitals als Transfergröße, wobei eine Bezugsgröße gewählt wird, welche die Zinszahlungen explizit berücksichtigt.⁷³ Dem liegt das Theorem von Modigliani/Miller zur Irrelevanz der Kapitalstruktur für den Unternehmenswert zugrunde, welches besagt, dass der Verschuldungsgrad keinen Einfluss auf die durchschnittlich gewichteten Kapitalkosten eines Unternehmens besitzt. Dies funktioniert jedoch nur in einer Welt ohne Steuern und Konkurskosten.⁷⁴ Lässt man die einschränkenden Annahmen außer Acht, führen unterschiedliche Kapitalstrukturen in der Regel auch zu unterschiedlichen Gesamtkapitalkosten. Dieser Effekt lässt sich bei Enterprise-Value-Multiplikatoren auch nur über Zu- oder Abschläge kompensieren⁷⁵, so dass im Ergebnis keine Vorteile gegenüber Equity-Value-Multiplikatoren bestehen. Im Ergebnis hängt die Auswahl der gewünschten Multiplikatoren immer von der Bewertungssituation ab. Dies wird im Rahmen des Bewertungsbeispiels näher thematisiert.

Zudem existiert im Rahmen der methodischen Vorgehensweise noch ein weiteres Problem. Geht man davon aus, dass der berechnete Unternehmenswert sich in Zukunft im Aktienkurs widerspiegelt, kann sich bei der Bestimmung der Unternehmenswerte eine Spirale ergeben. Diese entsteht, weil der entsprechende Aktienkurs für die Wertfindung der Wettbewerbsunternehmen herangezogen wird, deren Aktienkurse später wiederum für die Bewertung des ursprünglichen Unternehmens genutzt werden. Dies kann zu immer weiter steigenden Bewertungen führen, wie das Beispiel der „Internetblase“ um die Jahrtausendwende zeigt.⁷⁶

Als Argumente für die Verwendung von Vergleichswertverfahren werden vor allem die Komplexitätsreduktion im Rahmen des Bewertungsprozesses⁷⁷ sowie das Auffinden eines objektiven Unternehmenswertes angesehen.⁷⁸ Ballwieser hält dem entgegen, dass die geringe Bewertungskomplexität lediglich konstruiert und eine leichte Kommunizierbarkeit nicht mehr gegeben ist, wenn man die Güte der Ergebnisse erläutern muss.⁷⁹ Zudem ist eine Objektivierung angesichts der Suche und Auswahl von Vergleichsunternehmen sowie der nötigen Anpassungen zur Herstellung der Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen mehr als fraglich⁸⁰, da die verwendeten Zu- und Abschläge vollständig im Ermessen des Bewertenden liegen und somit kaum nachprüfbar sind.⁸¹

Trotz der angebrachten Kritik lässt sich die Bedeutung der Vergleichswertverfahren in der Praxis nicht von der Hand weisen. Vor allem in den USA haben sie eine hohe Verbreitung in der praktischen Anwen-

⁷³ Vgl. Abschnitt 2.2.3.

⁷⁴ Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 261 ff. sowie ergänzend Modigliani/Miller (1963), S. 433 ff.; Wallmeier (1999), S. 1473 ff. m.w.N.

⁷⁵ Vgl. dazu die Ausführungen von Coenenberg/Schultze (2002), S. 702; Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S. 208; Schultze (2003), S. 168 ff.

⁷⁶ Vgl. Olbrich (2000), S. 461; Born (2003), S. 165. Selbstverständlich kann dieser Effekt auch zu fallenden Kursen führen.

⁷⁷ So meinen Befürworter, dass der Bewertungsprozess auf Grund der einfachen Berechnungsvorschriften für jedermann leicht nachvollziehbar ist und sich damit die Ergebnisse unkompliziert kommunizieren lassen; vgl. z.B. Damodaran (2002), S. 453.

⁷⁸ Vgl. Barthel (1996a), S. 162.

⁷⁹ Vgl. Ballwieser (2007), S. 205. Ähnlich sieht das auch Wagner (2005), S. 11 f.

⁸⁰ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1578; Ballwieser (2007), S. 205.

⁸¹ Vgl. dazu Buchner/Englert (1994), S. 1578; Mandl/Rabel (1997), S. 273 f.; Pratt (2005), S. 47 f.

dung erlangt, da durch die große Anzahl an börsennotierten Unternehmen und Unternehmenstransaktionen eine Fülle von Datenmaterial für diese Art von Bewertung zur Verfügung steht.⁸²

3 Bewertungsrelevante Charakteristika deutscher Fußball-Bundesligavereine

Nachfolgend werden verschiedene Charakteristika von deutschen Fußball-Bundesligavereinen herausgearbeitet und näher analysiert.

3.1 Der Fußballverein als Fußballunternehmen

Bei der Bewertung von Fußballvereinen stellt sich zuerst die Frage, inwieweit diese überhaupt als Unternehmen angesehen werden können. So besteht im Allgemeinen bei marktwirtschaftlich orientierten Unternehmen in der langfristigen Gewinnmaximierung das oberste Unternehmensziel. Bei Fußballvereinen spielt dagegen vor allem die Maximierung des sportlichen Erfolgs eine wesentliche Rolle, wodurch ein Zielkonflikt entstehen kann.⁸³ Ein Blick auf die Vereine der 1. und 2. Bundesliga in Deutschland zeigt, dass bereits 19 der 36 Vereine eine Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft vollzogen haben.⁸⁴ In diesen Fällen kann zum einen aus rechtsformeller Sicht eindeutig von Fußballunternehmen gesprochen werden; zum anderen bestehen keinerlei rechtliche Restriktionen bezüglich einer Gewinnerzielungsabsicht.⁸⁵ Dennoch besitzen Vereinsstrukturen eine große Bedeutung in Deutschland. Auch wenn eingetragene Vereine keine Unternehmen im eigentlichen Sinne darstellen, existieren nach Sigloch keine Unterschiede zwischen diesen, da auch in Vereinen die für die Identifizierung von Unternehmen herangezogenen Merkmale, wie z.B. Zweckgebilde, Markteinbindung und Preisgestaltung, nachweisbar sind.⁸⁶ Auch Klimmer sieht eine Vielzahl von Parallelen zwischen den Charakteristika von Fußballvereinen und Unternehmen. So können die vom sportlichen Erfolg abhängigen Zuschauereinnahmen als qualitätsabhängige Nachfrage, der Aufstieg als Erschließung neuer Märkte, die Teilnahme an internationalen Wettkämpfen als Internationalisierung und die kontinuierliche sportliche Leistung als bleibende Qualitätsstandards angesehen werden.⁸⁷ Dies macht deutlich, dass auch Fußballvereine von ökonomischen Zielen gelei-

⁸² Vgl. Sanfleber-Decher (1992), S. 603; Buchner/Englert (1994), S. 1573; Mandl/Rabel (1997), S. 42 f.; Böcking/Nowak (1999), S. 175 f.; Seppelfricke (1999), S. 306; Berner/Rojahn (2003), S. 155; Born (2003), S. 164; Löhnert/Böckmann (2009), S. 569 ff.

⁸³ Vgl. Lehmann/Weigang (1997), S. 386 f.; Hübl/Swieter (2002), S. 31 sowie ausführlich zu dieser Problematik Korthals (2005), S. 62 ff.

⁸⁴ Siehe Anhang 1. Der deutsche Fußballbund (DFB) genehmigte erst ab 1998 die Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft in Form einer GmbH, GmbH & Co. KGaA oder AG; §16c der DFB-Satzung.

⁸⁵ So darf gemäß § 21 BGB der Zweck eines eingetragenen Vereins nicht auf einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb gerichtet sein.

⁸⁶ Vgl. ausführlich Sigloch (2001), S. 3 ff. So auch Haas (2006), S. 1, der davon spricht, dass sich Fußballvereine zu Fußballunternehmen entwickelt haben.

⁸⁷ Vgl. Klimmer (2003), S. 55.

Zielen geleitet sind.⁸⁹ Die wirtschaftliche Tätigkeit basiert, wie auch bei den in Kapitalgesellschaften ausgliederten Profiabteilungen, auf der (möglichst erfolgreichen) Teilnahme an der Bundesliga und weiteren nationalen und internationalen Wettbewerben.

Die Gründe für eine Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft sind vielfältig. Einer der wichtigsten besteht darin, dass Vereinen zahlreiche Finanzierungsformen versagt bleiben, die für Kapitalgesellschaften möglich sind, um z.B. die Eigenkapitalbasis der Vereine zu stärken.⁹⁰ Ein weiteres Problem ergibt sich daraus, dass der Vereinsvorstand nach § 69 AO persönlich für Steuerschulden des Vereins haftbar gemacht werden kann, da er im Sinne von § 34 Abs. 1 S. 1 1. Alt. AO i.V.m. § 26 Abs. 1 S. 2 BGB gesetzlicher Vertreter des Vereins ist.⁹¹ Durch eine Ausgliederung des Profibereichs in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft können solche Ansprüche grundsätzlich vermieden werden. Zusätzlich bietet die Kommanditgesellschaft den Vorteil der steuerneutralen Ausweisung stiller Reserven, weshalb die Mehrzahl der Profiabteilungen als GmbH & Co. KGaA registriert ist.⁹² Zudem ist zu berücksichtigen, dass Vereinsstrukturen durch fehlende Publizitätspflichten und Gewinnverwendungsvorschriften sowie die Vielzahl an ehrenamtlichen Tätigkeiten das Missmanagement in den Vereinen fördern.⁹³

3.2 Einfluss institutioneller Rahmenbedingungen

Die deutschen Bundesligavereine unterliegen dem Regelwerk des Deutschen Fußballbundes bzw. des Ligaverbandes, woraus sich Vorgaben bezüglich der organisatorischen Rahmenbedingungen und der Finanzierung, wie z.B. bei Spielertransfers, der Verwertung kommerzieller Rechte oder dem Lizenzierungsverfahren⁹⁴, ergeben. Die Regelungen besitzen somit starken Einfluss auf die Einnahmen- und Ausgabenstruktur der Fußballunternehmen. Sie unterscheiden sich zudem im europäischen Vergleich, wodurch Wettbewerbsverzerrungen bestehen, welche in der Vergangenheit zu Diskussionen geführt haben⁹⁵, auch wenn bei der Teilnahme an europäischen Wettbewerben die Regeln der Union des Associations Européennes de Football (UEFA) für alle europäischen Clubs maßgeblich sind⁹⁶. Diese sind bei der Bewertung mit Vergleichswertverfahren zu berücksichtigen.

⁸⁹ Aus diesem Grund sollen im Folgenden die Begriffe Fußballverein und Fußballunternehmen synonym verwendet werden.

⁹⁰ Vgl. dazu ausführlich Kern/Haas/Dworak (2002), S. 400 ff. und ergänzend z.B. Lehmann/Weigand (1997), S. 105 f.; Zacharias (1999), S. 117; Paul/Sturm (2004), S. 201 f.

⁹¹ Vgl. zu dieser Problematik auch Dehesselles (2002), S. 15 f.; Ernst & Young (2006), S. 39.

⁹² Vgl. Ernst & Young (2006), S. 41.

⁹³ Vgl. zu dieser Problematik z.B. Lehmann/Weigand (1997), S. 107; Müller (1999), S. 102 ff.

⁹⁴ Vgl. ausführlich zum Lizenzierungsverfahren des Ligaverbandes „Die Liga Fußball-Verband e.V.“ z.B. Straub/Holzhäuser/Gömmel/Galli (2002), S. 75 ff.

⁹⁵ Vgl. beispielsweise Ernst & Young (2009), S. 49 ff.

⁹⁶ Vgl. ausführlich zum Lizenzierungsverfahren der UEFA z.B. Galli (2002), S. 97 ff.

3.3 Finanzielle Kriterien

3.3.1 Die Erlösstruktur

Die Gesamteinnahmen der Vereine der 1. Bundesliga in der Saison 2008/2009 beliefen sich auf rund 1,7 Mrd. EUR. Im Vergleich zur Spielzeit 2005/2006 beträgt die Steigerung rund 33,2 %.⁹⁷ Die steigenden Erlöse sind vor allem auf erhöhte Werbeeinnahmen, wachsende mediale Verwertung und Zuschauerzahlen zurückzuführen.⁹⁸ Weitere Ursachen für die positive wirtschaftliche Entwicklung können im verbesserten Management auf Vereinsseite wie auch in den strengen Lizenzierungsverfahren⁹⁹ und Kontrollen durch die Deutsche Fußballliga (DFL) gesehen werden.¹⁰⁰ Bei der Struktur der Einnahmen ist zudem der ausgewogene Mix aus verschiedenen Einkommensquellen interessant, welcher eine unverhältnismäßig hohe Abhängigkeit von einzelnen Erlösquellen verhindert:

Spielerträge (Ticketing)	363.401	21,19 %
Werbung	488.770	28,50 %
Mediale Verwertung	488.538	28,48 %
Transfer	140.305	8,18 %
Merchandising	69.910	4,08 %
Sonstiges	164.241	9,58 %
Gesamt	1.715.165	100,00 %

Abbildung 3: Erlösstruktur der Clubs der 1. Fußball-Bundesliga 2008/2009 (in TSD EUR)

Quelle: DFL (2010), S. 32

a) Einnahmen aus Ticketverkäufen (Spielerträge)

Die Einnahmen aus Ticketverkäufen sind zum einen vom sportlichen Erfolg des Vereins in der Bundesliga und zum anderen von der Teilnahme und vom Abschneiden in den nationalen und europäischen Pokalturnieren (DFB-Pokal, UEFA Champions-League, UEFA Europa League¹⁰¹) abhängig.¹⁰² Auch die per Zufall vergebenen Spieltermine können Auswirkungen auf die Ticketerlöse haben, da Spiele unter der Woche in der Regel eine geringere Stadionausslastung bedeuten.¹⁰³ In Europa ist die Bundesliga mit durchschnittlich 41.904 verkauften Karten pro Spiel und kontinuierlich steigenden Eintrittszahlen¹⁰⁴ Zuschauer-

⁹⁷ Vgl. DFL (2010), S. 9.

⁹⁸ Vgl. DFL (2010), S. 10 ff.

⁹⁹ Die Vorgaben zum Lizenzierungsverfahren sind in der Lizenzierungsordnung (LO) der DFL geregelt. Neben sportlichen, rechtlichen und administrativen Kriterien sorgen vor allem die Kriterien über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit für die Gewährleistung ordentlichen Wirtschaftens bei den Clubs (§ 2 LO). So sind die Veröffentlichung von Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und der Bericht eines Wirtschaftsprüfers Pflicht (§ 8 LO), ansonsten drohen Strafen oder im Härtefall der Entzug der Lizenz.

¹⁰⁰ Vgl. DFL (2010), S. 18.

¹⁰¹ Der UEFA-Cup wurde ab der Spielsaison 2009/2010 in UEFA Europa League umbenannt.

¹⁰² So bedeutet die Teilnahme an Pokalturnieren zusätzliche Ticketverkäufe, wobei die Eintrittspreise in der Regel höher sind als bei einem Ligaspiel.

¹⁰³ Vgl. dazu z.B. Borussia Dortmund (2008), S. 61. Diese Problematik betrifft auch die Erlöse aus Catering.

¹⁰⁴ Vgl. DFL (2010), S. 22 f.

spitzenreiter. Dies ist vor allem auf die wachsenden Stadionkapazitäten und die geringsten durchschnittlichen Kartenpreise innerhalb der Top Five-Ligen in Europa zurückzuführen.¹⁰⁵

b) *Sponsoring inkl. Werbung*

Die größte Einnahmequelle in der 1. Bundesliga ist mit einem Anteil von rund 28,5 % die Vermarktung von Werbeplätzen. Sie ist damit führend in Europa und verzeichnet seit Jahren steigende Werbeeinnahmen.¹⁰⁶ Hierbei spielt vor allem das Sponsoring in der Bundesliga eine wichtige Rolle. Beim Sponsoring handelt es sich um die Bereitstellung von Geld, Sachmitteln, Dienstleistungen oder Know-how durch Unternehmen oder Institutionen zur Förderung verschiedener gesellschaftlicher Bereiche (z.B. Sport) mit dem Ziel, bestimmte unternehmensspezifische Kommunikationsziele zu erreichen.¹⁰⁷ Von besonderer Bedeutung sind in diesem Zusammenhang die Trikot-, Ausrüster- und Stadionwerbung, das sogenannte „league bzw. game sponsoring“¹⁰⁸ sowie Stadienumbenennungen.¹⁰⁹ Vorteilhaft an diesen Einkünften ist die oft langjährige Kooperation mit den Unternehmen, welche Planungssicherheit verschafft.

c) *Mediale Verwertung*

Die Verwertung der Übertragungs- und Medienrechte der Bundesliga im In- und Ausland erfolgt seit den Medienverträgen 2007 zentral durch die DFL bzw. den Ligaverband.¹¹⁰ Daraufhin wuchs deren Bedeutung stark an.¹¹¹ Mit der zentralen Vermarktung steht das Solidaritätsprinzip im Vordergrund, wobei die Medienerträge zwar über einen leistungsabhängigen Schlüssel verteilt werden, dieser jedoch nicht so gravierende Unterschiede ermöglicht wie z.B. in England oder Spanien.¹¹² Äquivalent zu den Spieleinnahmen sind auch die Einnahmen aus der medialen Verwertung stark von den Teilnahmen an nationalen und internationalen Wettbewerben abhängig. So werden z.B. die Einnahmen aus der Vermarktung der Champions-League über Erfolgsprämien und herkunftslandabhängige Quoten auf die Teilnehmer verteilt.¹¹³ Insgesamt stellen die Einnahmen aus TV-Rechten einen wichtigen Ertragsfaktor dar, sind jedoch langfristig nur schwer kalkulierbar und somit risikobehaftet.

¹⁰⁵ Vgl. DFL (2010), S. 23.

¹⁰⁶ Vgl. DFL (2010), S. 10.

¹⁰⁷ Vgl. Bruhn (2003), S. 5.

¹⁰⁸ Hierbei treten einzelne Sponsoren als Werbepartner einer Liga oder einzelner Spiele auf; vgl. Opitz (2003), S. 38.

¹⁰⁹ Vgl. auch Opitz (2003), S. 138; Korthals (2005), S. 12.

¹¹⁰ Vgl. DFL (2008), S. 22.

¹¹¹ Vgl. DFL (2008), S. 66.

¹¹² Ernst & Young (2009), S. 46 f.

¹¹³ Beispielsweise erhielt der bis ins Viertelfinale der Champions-League vorgestoßene FC Schalke 04 in der Saison 2007/2008 rund 26,9 Mio. EUR über die Verteilung der Vermarktungseinnahmen. In der Saison 2008/2009 schied der FC Schalke 04 jedoch schon in der Gruppenphase des UEFA-Cups aus, so dass nur noch Einnahmen von 0,3 Mio. EUR zu Buche standen; vgl. Ernst & Young (2008), S. 21; Deloitte (2010), S. 22.

d) *Transfergeschäfte*

In der Öffentlichkeit werden vor allem die starken Zuwächse bei den Einnahmen und Ausgaben im Zusammenhang mit Spielertransfers wahrgenommen. Der Anteil der Einnahmen aus Spielertransfers an den Gesamterlösen der 1. Bundesliga liegt seit zwei Jahren bei gut 8 %, wobei in der Spielzeit 2008/2009 rund 140 Mio. EUR in diese Kategorie entfielen.¹¹⁴ Gerade der Verkauf von Jugendspielern bietet die Chance großer Gewinnmargen, da abgesehen von den Ausbildungs- und Vermittlerkosten keine weiteren Kosten anfallen. Vor allem für kleinere Vereine, welche eine intensive Nachwuchsförderung betreiben, stellen sie eine bedeutende Einkommensquelle dar. Gleichzeitig sind sie jedoch eine volatile Größe, da Vertragslaufzeiten und die Marktsituation großen Einfluss besitzen.

e) *Merchandising*

Das Merchandising stellt eine der jüngeren Einnahmequellen im Fußballbereich dar. Hierbei rechnete man den Einnahmen aus dem Verkauf von vereinsbezogenen Artikeln und Trikots in der Vergangenheit beträchtliche Ertragspotenziale zu, welche jedoch in vielen Fällen überschätzt wurden.¹¹⁵ Zwar stiegen in der 1. Bundesliga die Einnahmen aus Merchandising im Zeitraum von 2003/2004 bis 2008/2009 um mehr als 61 %, jedoch sind die Wachstumsraten in diesem Bereich in den letzten Jahren eher rückläufig und sein Anteil liegt bei durchschnittlich 4 % der Gesamterlöse.¹¹⁶ Auch die Einnahmen aus dem Merchandising sind eng mit dem sportlichen Erfolg verbunden. Mit dem Trikotverkauf erfolgreicher Spieler können Millionenerträge pro Jahr erwirtschaftet werden. Bei nachlassendem sportlichen Erfolg oder sogar dem Verkauf von Spielern unterliegen auch die Merchandisingeinnahmen Fortführungsrisiken.

f) *Sonstiges*

Zu den sonstigen Erlösen gehören Einnahmen aus dem Stadion-Catering sowie Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung, z.B. für die Nutzung des Stadions als Austragungsort für Länderspiele. Weiterhin können DFB-Vergütungen für die Bereitstellung von Nationalspielern und die Einnahmen der Amateurabteilungen oder der Jugend- und Frauenmannschaften zu den sonstigen Einnahmen gezählt werden.¹¹⁷ Ferner besitzen die noch aus Zeiten der Vereinsstrukturen stammenden Mitgliedsbeiträge erstaunliche Einkommensrelevanz.¹¹⁸ Auch entgeltspflichtige Internetangebote gewinnen bei vielen Vereinen immer mehr an Bedeutung.

3.3.2 Die Aufwandsstruktur

Den größten Ausgabenblock in der 1. Bundesliga mit ca. 678,2 Mio. EUR stellt der Personalaufwand für Spieler, Trainer und Betreuerstab dar. Viel geringer sind dagegen die Personalaufwendungen für den Handel und die Verwaltung mit rund 87,1 Mio. EUR. Um die spielerische Qualität und somit auch zukünftig

¹¹⁴ Vgl. DFL (2010), S. 32.

¹¹⁵ Vgl. Korthals (2005), S. 13.

¹¹⁶ Vgl. DFL (2008), S. 168; DFL (2010), S. 32.

¹¹⁷ Vgl. auch Klimmer (2003), S. 20 sowie z.B. Borussia Dortmund (2009), S. 43.

¹¹⁸ Vgl. Ernst & Young (2004), S. 18.

steigende Erfolge zu garantieren, werden Jugend- und Amateurleistungszentren immer wichtiger. Mit rund 55 Mio. EUR an Investitionen in der Spielzeit 2008/2009 entsprechen diese knapp 3,3 % der Gesamtaufwendungen.¹¹⁹ Durch den mittelfristigen Charakter von Spielerverträgen (max. fünf Jahre)¹²⁰ sowie meist schwer zu verändernde Verwaltungsapparate sind die mittelfristigen Ausgaben eines Fußballunternehmens in der Regel als gut abschätzbar anzusehen. Der Grund dafür ist die geringe Abhängigkeit vom sportlichen Erfolg des Clubs. So sind die Spielereinkommen größtenteils fix und enthalten nur einen geringen Anteil erfolgsabhängiger Prämien¹²¹, wodurch auch in erfolglosen Phasen die Spielergelälter relativ konstant bleiben.¹²²

Personal Spielbetrieb	678.226	40,27 %
Personal Handel/Verwaltung	87.106	5,17 %
Transfer	250.717	14,89 %
Spielbetrieb	263.588	15,65 %
Jugend/Amateure/Leistungszentrum	55.012	3,27 %
Sonstiges	349.564	20,76 %
Gesamt	1.684.212	100,00 %

Abbildung 4: Aufwandsstruktur der Clubs der 1. Fußball-Bundesliga 2008/2009 (in TSD EUR)

Quelle: DFL (2010), S. 11

3.3.3 Die Finanzstruktur

Die Bilanzsumme der Vereine der 1. Bundesliga ist in der Spielzeit 2008/2009 weiter gestiegen und liegt mit 1,465 Mrd. EUR ca. 16,6 % über dem Vorjahr. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote in der 1. Bundesliga lag zum 30.06.2009 bei 35,5 % und somit rund 8,1 %-Punkte über dem Wert vom 30.06.2006.¹²³ Die Erhöhung der Eigenkapitalquote ist vor allem auf die verbesserte Einnahmensituation der Vereine in den letzten Jahren zurückzuführen.¹²⁴ Andere Formen der Eigenkapitalgenerierung, wie z.B. durch wohlhabende private Investoren (Mäzenatentum), sind in Deutschland kaum vorzufinden, da die 50+1-Regel des DFB¹²⁵ eine absolute Mehrheit von Investoren untersagt. Da mehrheitliche Kontroll- und Mitspracherechte nicht möglich sind, ist deren Interesse an einer Beteiligung eher gering.¹²⁶ Im Rahmen der Fremdfinanzierung wird weiterhin der klassischen Kreditfinanzierung die größte Bedeutung bei-

¹¹⁹ Vgl. zu den Daten DFL (2010), S. 33 f.

¹²⁰ Vgl. dazu auch Ernst & Young (2004), S. 20.

¹²¹ Eine Möglichkeit der kurzfristigen Senkung der Personalaufwendungen für Spieler wäre eine Transfer von Spielern im Rahmen der gültigen Regularien.

¹²² vgl. zu dieser Problematik ausführlich z.B. Ernst & Young (2004), S. 22.

¹²³ Hierbei ist aber zu beachten, dass große Unterschiede zur 2. Bundesliga zu verzeichnen sind, in der die durchschnittliche Eigenkapitalquote am 30.06.2009 bei 6,1 % lag; vgl. DFL (2010), S. 17 f.

¹²⁴ Vgl. DFL (2010), S. 17.

¹²⁵ Vgl. § 16c der Satzung des Deutschen Fußballbundes, verfügbar unter: http://www.dfb.de/uploads/media/02_Satzung-2010.pdf (Abruf am 30.06.2010).

¹²⁶ Vgl. Ernst & Young (2004), S. 36.

gemessen, aber auch die Begebung von Anleihen und mezzanine Finanzierungsinstrumente¹²⁷ besitzen einen großen Stellenwert.¹²⁸ Zudem kommt eine Vielzahl an Kreditsubstituten, wie z.B. Leasing oder Factoring, zum Einsatz, so dass die Fremdkapitalstrukturen je nach Verein variieren.¹²⁹ Aber auch die Vermögensstruktur veränderte sich in den letzten Jahren, wobei vor allem der Anteil des Spielervermögens Schwankungen unterworfen war. Dies ist vor allem dem Umstand geschuldet, dass Verletzungen von Spielern oder der Abstieg einer Mannschaft aus der 1. Bundesliga zu erheblichen Verringerungen der Marktwerte führen können. Im Falle von Sportinvalidität, vorzeitiger Vertragsauflösung oder ablösefreier Transfers bei Vertragsende müssen Spielerwerte sogar vollständig abgeschrieben werden.¹³⁰

	30.06.2006		30.06.2007		30.06.2008		30.06.2009	
Immaterielle Vermögensgegenstände	10.333	1,0 %	11.728	1,0 %	4.584	0,4 %	7.307	0,5 %
Spielervermögen	162.470	15,1 %	203.114	17,4 %	340.570	27,1 %	346.960	23,7 %
Sachanlagevermögen	186.483	17,4 %	191.163	16,3 %	118.692	9,4 %	209.435	14,3 %
Finanzanlagevermögen	331.079	30,8 %	348.432	29,8 %	419.563	33,4 %	454.463	31,0 %
Forderungen, Vorräte, Wertpapiere	215.867	20,1 %	228.637	19,5 %	215.387	17,1 %	270.165	18,4 %
Kasse/Bank	152.369	14,2 %	164.379	14,0 %	128.401	10,2 %	146.125	10,0 %
Aktive Rechnungsabgrenzung	15.855	1,5 %	23.222	2,0 %	30.400	2,4 %	31.345	2,1 %
Summe	1.074.455	100,0%	1.170.677	100,0%	1.257.597	100,0%	1.465.801	100,0%

Abbildung 5: Entwicklung der Vermögensstruktur der Clubs der 1. Fußball-Bundesliga (in TSD EUR)
Quelle: DFL (2010), S. 24

3.4 Assoziative Konkurrenz unter Fußballunternehmen

Ein weiterer Unterschied zwischen klassischen Wirtschafts- und Fußballunternehmen besteht darin, dass jeder Fußballverein auf die Existenz von und die Kooperation mit Konkurrenten angewiesen und somit eine monopolistische Struktur nicht erstrebenswert ist. Die bloße Existenz von Gegnern reicht hierbei nicht aus, sondern die gegnerischen Vereine müssen auch eine entsprechende Spielstärke aufweisen¹³¹, da die Dominanz eines Fußballunternehmens langfristig schädlich auf die Attraktivität einer Liga wirken kann.¹³² Gleichzeitig besteht jedoch seitens der Vereine das Interesse an einem möglichst hohen sportlichen Erfolg, welches im Widerspruch zu der Anforderung steht, dass annähernd gleichwertige gegnerische

¹²⁷ Mezzanine-Kapital ist eine Form der Außenfinanzierung, die alle rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten zwischen Eigen- und Fremdkapital annehmen kann. Damit handelt es sich nicht um eine neue oder spezielle Finanzierungsform, sondern es werden nur die bilanziellen und haftungsrechtlichen Wirkungen verschiedener Finanzierungsmöglichkeiten beschrieben, welche sich in ihrer Ausgestaltung zwischen Eigen- und Fremdkapital bewegen; vgl. dazu z.B. Fox/Schonert (2009), S. 426 ff.

¹²⁸ Vgl. Ernst & Young (2009), S. 13 i.V.m. DFL (2010), S. 25.

¹²⁹ Vgl. dazu ausführlich Ernst & Young (2004), S. 43 ff.

¹³⁰ Vgl. ausführlich zur Bilanzierung von Spielervermögen z.B. Elter (2010), S. 381 ff.

¹³¹ Vgl. Lehmann/Weigand (1997), S. 384; Heinemann (2002), S. 79; Korthals (2005), S. 19.

¹³² Vgl. ausführlich zu dieser Problematik in den europäischen Top Five-Ligen Ernst & Young (2009), S. 49 ff.

Mannschaften vorhanden sein sollten. Diese Problematik wird auch als assoziative Konkurrenz bezeichnet.¹³³

3.5 Immaterielle Faktoren als dominierende Werttreiber

Der Erfolg von Fußballunternehmen hängt maßgeblich von der Qualität der Fußballspieler und Betreuer und damit von immateriellen Faktoren ab. Weniger von Bedeutung sind materielle Faktoren, wie beispielsweise Gebäude oder Trainingsanlagen. Eine einheitliche Definition für immaterielle Faktoren geschweige denn eine Abgrenzung zu verwandten Begriffen, wie immaterielle Vermögensgegenstände bzw. Vermögenswerte, intellectual property, intangible assets, intellectual capital oder Wissenskapital, existiert bis heute nicht.¹³⁴ Immaterielle Güter werden im Rechnungswesen regelmäßig durch eine Negativabgrenzung von anderen Gütern unterschieden.¹³⁵ Danach sind immaterielle Güter nicht-finanzielle Werte ohne körperliche Substanz.¹³⁶ Die Abhängigkeit von immateriellen Faktoren ist zum großen Teil Resultat der Ausrichtung von Fußballunternehmen, welche vor allem die Maximierung des sportlichen Erfolgs zum Ziel haben und somit von der sportlichen Leistungsfähigkeit der Spieler abhängen. So kann z.B. durch Verletzungen, Spieler- und Trainerabwanderungen oder individuelle Formschwankungen der Spieler die Mannschaft so geschwächt werden, dass die angestrebten Ziele nicht mehr erreicht werden können. Damit sind immaterielle Faktoren aus Sicht der betrachteten Unternehmen tendenziell als risikobehaftet anzusehen.¹³⁷

3.6 Diskontinuierliche Unternehmensentwicklung

Die soeben beschriebenen immateriellen Faktoren determinieren den sportlichen Erfolg, welcher sich zum Saisonbeginn nur schwer prognostizieren lässt. So kann z.B. die Tagesform der Mannschaft dazu führen, dass man gegen vermeintlich schwache Gegner verliert. Von diesem sportlichen Erfolg ist das finanzielle Ergebnis eines Fußballunternehmens zum großen Teil abhängig.¹³⁸ Damit verbunden ist eine Unsicherheit bei der Schätzung der verschiedenen Erlösquellen.¹³⁹ Gerät beispielsweise ein über Jahre erfolgreicher Club aufgrund einer Vielzahl von Spielerverletzungen in den Abstiegskampf oder spielt er eine schlechte Saison, dann besteht die Gefahr, dass die Einnahmen aus Ticketverkäufen und Merchandising-Artikeln zurückgehen. Gleichzeitig können Sponsoren auslaufende Verträge nicht mehr verlängern oder geringer dotieren.¹⁴⁰ Diese Unsicherheit bleibt grundsätzlich bis zum Ende der Saison bestehen. Zudem lassen sich die Einnahmen nur maximal eine Saison im Voraus zuverlässig planen, denn auch nur eine Saison im Voraus ist bekannt, an welchen internationalen Wettkämpfen der Verein teilnehmen wird.

¹³³ Vgl. z.B. Swieter (2002), S. 60.

¹³⁴ Vgl. hierzu Arbeitskreis „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ (2004), S. 225; Wulf (2008), S. 19 f.

¹³⁵ Vgl. Keitz (1997), S. 5 f. m.w.N.

¹³⁶ Vgl. Arbeitskreis „Immaterielle Werte im Rechnungswesen“ (2001), S. 989; Coenenberg (2005), S. 1133. Für einen Überblick zu den einzelnen Herangehensweisen vgl. z.B. Fox (2010), S. 61 ff.

¹³⁷ Vgl. Lev (2001), S. 37.

¹³⁸ Vgl. z.B. Lehmann/Weigand (1997), S. 386.

¹³⁹ Vgl. dazu Abschnitt 3.3.1.

¹⁴⁰ Vgl. zu dieser Problematik auch Swieter (2002), S. 53 ff.

Damit sind Vergangenheitsdaten in der Regel kaum für Prognosen nutzbar, da der sportliche und finanzielle Erfolg nicht automatisch in die Zukunft fortgeschrieben werden kann.¹⁴¹ Für Kapitalgeber bedeutet dies, dass sie einer hohen Unsicherheit bezüglich der Rückzahlung und der Verzinsung ihrer Investition unterliegen. Insgesamt resultiert aus diesen Problemen eine diskontinuierliche Unternehmensentwicklung von Fußballunternehmen, welche dazu führen kann, dass die Vergleichbarkeit stark eingeschränkt ist, obwohl die gleichen Rahmenbedingungen bestehen.

4 Bewertung von Borussia Dortmund mit der Multiplikatormethode

Im Folgenden soll beispielhaft an Borussia Dortmund¹⁴² die Bewertung eines Fußballunternehmens veranschaulicht werden. Borussia Dortmund ist das erste und einzige deutsche Fußballunternehmen, welches börsennotiert ist. Es firmiert hierbei in der Rechtsform einer GmbH & Co. KGaA. Die Vorgehensweise der Bewertung orientiert sich am oben dargestellten Schema.¹⁴³ Der Zeitpunkt der Bewertung ist der 12.10.2010. Die verwendeten Finanzdaten basieren auf der Spielzeit 2008/2009, da keine aktuelleren Daten für alle verwendeten Fußballunternehmen zur Verfügung standen. Aus Gründen der Übersichtlichkeit sollen die Analyse des zu bewertenden Unternehmens und die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen parallel durchgeführt werden.

4.1 Analyse des zu bewertenden Unternehmens und Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen

Die Analyse des zu bewertenden Unternehmens und die darauf aufbauende Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen sollte, wie oben beschrieben¹⁴⁴, mit Hilfe geeigneter Kriterien erfolgen. Im Beispiel werden fünf qualitative und zehn quantitative Merkmale verwendet.

¹⁴¹ In diesem Zusammenhang besteht grundsätzlich bei allen Prognoseverfahren die Notwendigkeit, die Repräsentativität der Vergangenheits- und Gegenwartsdaten für die Zukunft individuell zu prüfen, um eine fundierte und hinreichende Prognose zu ermöglichen; vgl. zu Prognoseverfahren z.B. Bamberg/Baur/Krapp (2009), S. 201 ff.; Poddig/Dichtl/Petersmeier (2008), S. 106 ff.; Kruschwitz (2009), S. 16 ff.

¹⁴² Vgl. zur Struktur und zu weiteren Informationen des Konzerns Borussia Dortmund den Geschäftsbericht 2010, verfügbar unter: <http://www.borussia-aktie.de/pdf/gb/BVB-GB-2010.pdf> (Abruf am 12.10.2010).

¹⁴³ Vgl. Abschnitt 2.1.

¹⁴⁴ Vgl. die Abschnitte 2.2.1 und 2.2.2.

qualitative Merkmale		
1	Branche	
2	Rechtsform	
3	Geschäftsmodell	
4	Wettbewerbssituation und -position	
5	Eigentumsverhältnisse	
quantitative Merkmale		
6	Verschuldungsgrad	Kapitalstruktur
7	Anteil des immateriellen Vermögens an der Bilanzsumme	Vermögensstruktur
8	Anteil des Sachanlagevermögens an der Bilanzsumme	
9	Anteil Erlöse aus Ticketing an den operativen Erlösen	Erlösstruktur
10	Anteil Erlöse aus Sponsoring/Werbung an den operativen Erlösen	
11	Anteil Erlöse aus der TV-Vermarktung an den operativen Erlösen	
12	Anteil der sonstigen Erlöse an den operativen Erlösen	
13	Anteil der operativen Erlöse an den Gesamterlösen	Aufwandsstruktur
14	Anteil der Personalaufwendungen an den Gesamtaufwendungen	
15	Brutto-Umsatzrentabilität	Ergebnisstruktur

Abbildung 6: Merkmale für den Unternehmensvergleich

Zur Quantifizierung des Unternehmensvergleiches wird bei Merkmalsübereinstimmung eine „1“ und bei Nichtübereinstimmung eine „0“ vergeben. Es wird die Annahme getroffen, dass ein Unternehmen als Vergleichsunternehmen geeignet ist, wenn sich mindestens 40 % der Merkmale entsprechen.¹⁴⁵ Darüber hinaus wird festgelegt, dass nur Unternehmen berücksichtigt werden können, die alle qualitativen Kriterien erfüllen und im Rahmen der quantitativen Kriterien keine grundsätzlichen strukturellen Unterschiede aufweisen. Bei den quantitativen Merkmalen müssen Abweichungshöhen definiert werden, bei denen Unternehmen noch ähnlich sind, da eine vollständige Identität der Vergleichsmerkmale realistischerweise auszuschließen ist. Diese Abweichungshöhen können jedoch nur rein subjektiv sein und liegen somit vollständig im Ermessen des Bewertenden.¹⁴⁶ Hier wird die Annahme getroffen, dass Merkmale ähnlich ausgeprägt sind, wenn sie maximal 20 % voneinander abweichen.¹⁴⁷

a) *Branche, Rechtsform und Geschäftsmodell*

Für eine erste Auswahl potenzieller Vergleichsunternehmen sind Unternehmen zu suchen, welche in der gleichen Branche tätig sind und das gleiche Geschäftsmodell aufweisen. Im Beispiel von Borussia Dortmund muss das primäre Geschäftsfeld das Betreiben einer Profifußballabteilung und das Angebot von damit verbundenen Freizeitprodukten sein. Als Vergleichsunternehmen kommen aufgrund der Datenver-

¹⁴⁵ Dies stellt eine rein subjektive Annahme dar, welche im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter diskutiert werden soll.

¹⁴⁶ Vgl. dazu schon die Kritik zur Multiplikatormethode in Abschnitt 2.3.

¹⁴⁷ Dieser relativ großen Abweichung liegt die schon in Abschnitt 2.2.2 angedeutete Problematik zu Grunde, dass nach Meinung einiger Autoren an die Anwendung der Vergleichskriterien und die damit verbundene Auswahl der Vergleichsunternehmen kein allzu strenger Maßstab anzulegen ist, um eine hinreichend große Datenbasis zu sichern; vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1575; Pratt/Reilly/Schweihl (2000), S. 228 f.; Seppelfricke (2007), S. 167.

ffügbarkeit nur börsennotierte Unternehmen in Frage. Darum diene als Basis der STOXX® Europe Football Index, in dem neben Borussia Dortmund 22 börsennotierte europäische Fußballgesellschaften vertreten sind.¹⁴⁸ Hierbei wird aus Vereinfachungsgründen davon ausgegangen, dass die entsprechenden europäischen Kapitalmärkte vergleichbar sind. Alle potenziellen Vergleichsunternehmen firmieren aufgrund ihrer Börsennotierung in Form einer Aktiengesellschaft, wobei die jeweiligen gesetzlichen Rahmenbedingungen der Länder zu berücksichtigen sind. Die Parken Sport & Entertainment A/S muss hierbei von der Untersuchung ausgeschlossen werden, da die Abteilung Fußball in Form des F.C. København nur ein Nebengeschäftsfeld des Konzerns darstellt.¹⁴⁹ Zudem konnten aufgrund von datenspezifischen Restriktionen die Vereine Beşiktaş İstanbul, Fenerbahçe Istanbul, Galatasaray Istanbul und Trabzonspor Sportif Yatir bei der Untersuchung keine Berücksichtigung finden. Auch der Amsterdamsche Football Club Ajax muss von der Untersuchung ausgeschlossen werden, da keine gesonderte Ausweisung der Transfererlöse erfolgt. Aus diesem Grund stehen auch keine Gesamterlöse zur Verfügung, die für weitere Berechnungen notwendig wären.

b) *Wettbewerbssituation und -position*

Fußballunternehmen stehen in nationalen Ligen und in europaweiten Pokalwettbewerben im spielerischen Wettbewerb. Dabei besteht ein Konkurrenzkampf bezüglich der Einnahmen aus Ticketing, Prämien und der medialen Verwertung. Gleichzeitig treten die Vereine national wie auch international in einen vom sportlichen Erfolg abhängigen Wettbewerb um Sponsoren. Weiterhin besteht Wettbewerb in der Verpflichtung von neuen Talenten und Starspielern, die von den verschiedensten Vereinen umworben werden. Generell sind deshalb alle Vereine, welche die Qualifikation für einen internationalen Wettbewerb erreichen können, als adäquate Vergleichsunternehmen geeignet. Auszuschließen sind nicht erstklassige Vereine, da hier eher regionale Sponsoren, landesweite Ausrüster und keine internationalen Topstars umworben werden. Diese Unternehmen weisen dadurch andere Risiko- und Wachstumsprofile auf und eignen sich nicht als Vergleichsunternehmen für Borussia Dortmund. Auszuschließen sind daher die Vereine Aarhus GF Fodbold, FC Millwall und Watford FC. Ähnliches gilt für Fußballunternehmen, welche in Ländern mit unbedeutenden Ligen tätig sind.¹⁵⁰ Auch diese können nicht in der Peer-Group berücksichtigt werden. Aus diesen Gründen sind Aalborg BK, AIK Fotboll, Brøndby Kopenhagen, Celtic Glasgow und Silkeborg IF als Vergleichsunternehmen auszuschließen.

c) *Eigentumsverhältnisse*

Für eine Auswahl von aussagekräftigen Vergleichsunternehmen müssen zudem die jeweiligen Eigentumsverhältnisse beachtet werden, da sich hieraus starke Abweichungen bezüglich zukünftiger Wachstumspotenziale ergeben können. Im Gegensatz zu den Bundesligavereinen, welche nach der 50+1-Regel keine

¹⁴⁸ Vgl. dazu Anhang 2.

¹⁴⁹ Vgl. dazu <http://parken.dk/pse/koncernstruktur> (Abruf am 12.10.2010).

¹⁵⁰ Vgl. dazu das UEFA Länder Ranking, verfügbar unter: <http://www.5-jahres-wertung.de/APD/Online/5-Jahres-Wertung.htm> (Abruf am 12.10.2010).

absolute Mehrheit abgeben dürfen¹⁵¹, stehen z.B. die Vereine Juventus Turin oder Tottenham Hotspurs unter dem mehrheitlichen Einfluss einzelner Investmentgesellschaften. Damit besteht grundsätzlich das Problem, für deutsche Fußballunternehmen ausländische Vergleichsunternehmen mit denselben Eigentumsverhältnissen zu finden. Dem kann entgegengehalten werden, dass deutsche Vereine, ähnlich wie Finanzinvestoren, die Kontrollmehrheit an den ausgegliederten Profiabteilungen besitzen und somit ähnliche Machtverhältnisse bestehen. Beim Vergleich der restlichen potenziellen Vergleichsunternehmen wird deutlich, dass kein Unternehmen einen Anteil an Aktien im Streubesitz (Free Float¹⁵²) von über 35 % aufweist, so dass anhand dieses Kriteriums keine weiteren Unternehmen ausgeschlossen werden.

Fußballunternehmen	Anteil der Aktien im Streubesitz
AS Rom	32,90 %
FC Porto	20,00 %
Juventus Turin	32,50 %
Lazio Rom	33,56 %
Olympique Lyon	25,17 %
Benfica Lissabon	30,05 %
Sporting Lissabon	9,55 %
Tottenham Hotspurs	20,00 %

Abbildung 7: Anteil der Aktien der möglichen Vergleichsunternehmen im Streubesitz zum 30.06.2009

Nach dieser qualitativen Untersuchung werden im Folgenden zehn quantitative Kriterien herangezogen. Diese müssen möglichst überschneidungsfrei sein, um etwaige Doppelzählungen zu vermeiden.

d) *Kapitalstruktur*

Unterschiede in der Kapitalstruktur eines Unternehmens führen in der Regel zu unterschiedlichen finanziellen Risiken. Das finanzielle Risiko beinhaltet das Risiko, welches durch die Eigenkapitalgeber infolge der Verschuldung eines Unternehmens zu tragen ist. Dieses ist um so höher, je stärker sich ein Unternehmen verschuldet.¹⁵³ Aus diesem Grund ist der Verschuldungsgrad¹⁵⁴ in die Auswahl passender Vergleichsunternehmen einzubeziehen.

Fußballunternehmen	Verschuldungsgrad
---------------------------	--------------------------

¹⁵¹ Vgl. schon Abschnitt 3.3.3.

¹⁵² Zum Streubesitz zählen die Aktien der Aktionäre, die jeweils weniger als 5 % des auf eine Aktiengattung entfallenden Grundkapitals einer Aktiengesellschaft besitzen.

¹⁵³ Vgl. zum finanziellen Risiko z.B. Mandl/Rabel (1997), S. 299 ff.; Damodaran (2002), S. 194 ff.; Drukarczyk/Schüler (2009), S. 225 ff.

¹⁵⁴ In der Analyse wurde das Eigenkapital zum gesamten Fremdkapital ins Verhältnis gesetzt, da der Posten „kurzfristige Verbindlichkeiten“ gegenüber anderen Clubs aus vergangenen Transferschäften bedeutsam und charakterisierend für ein Fußballunternehmen sind und in bestimmten Fällen langfristige Darlehen übersteigen; vgl. beispielhaft DFL (2010), S. 25 sowie ausführlich zum passiven Rechnungsabgrenzungsposten bei Fußballunternehmen Küting/Strauß (2010), S. 1189 ff.

Borussia Dortmund	2,36
AS Rom	16,57
FC Porto	7,06
Juventus Turin	1,85
Lazio Rom	73,92
Olympique Lyon	0,79
Benfica Lissabon	-15,11
Sporting Lissabon	-8,91
Tottenham Hotspurs	3,70

Abbildung 8: Verschuldungsgrad von Borussia Dortmund und den möglichen Vergleichsunternehmen im Geschäftsjahr 2008/2009

Bei der Analyse der Verschuldungsgrade fällt auf, dass diese stark voneinander abweichen und keines der untersuchten Fußballunternehmen Gemeinsamkeiten hinsichtlich der Kapitalstruktur mit Borussia Dortmund aufweist. In diesem Zusammenhang müssen die Vereine Benfica Lissabon und Sporting Lissabon ausgeschlossen werden, da sie ein negatives Eigenkapital besitzen und infolge der damit verbundenen finanziellen und strukturellen Risiken für einen Vergleich nicht geeignet scheinen. Ähnliches gilt für Lazio Rom mit einem Verschuldungsgrad von 73,92.

e) *Vermögensstruktur*

Hinsichtlich der Vermögensstruktur ist festzustellen, dass keines der potenziellen Vergleichsunternehmen Ähnlichkeiten mit der von Borussia Dortmund aufweist. Dies resultiert vor allem aus dem hohen Wert des Sachanlagevermögens¹⁵⁵, welcher bei Borussia Dortmund knapp 80 % der Bilanzsumme ausmacht. Dadurch fallen auch die Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen im Vergleich zu den anderen Fußballunternehmen höher aus. Infolgedessen ist der Anteil der immateriellen Vermögenswerte an der Bilanzsumme relativ gering.¹⁵⁶

Fußballunternehmen	Bilanzsumme	Anteil IV an der Bilanz-	Anteil SAV an der Bilanzsumme
--------------------	-------------	-----------------------------	----------------------------------

¹⁵⁵ Dieser basiert auf dem hohen Wert der Stadionanlagen.

¹⁵⁶ Dadurch sind auch die Abschreibungen auf das Spielervermögen bei Borussia Dortmund am geringsten. Für die Unternehmen gelten die gleichen Abschreibungsmethoden für Spielerwerte, da alle nach IFRS und den Richtlinien der UEFA bilanzieren müssen. Die Kosten des Vermögensgegenstands sind danach als Aufwand über die gesamte Laufzeit des Vertrags des jeweiligen Spielers zu verteilen; vgl. UEFA (2005), S. 78.

		summe	
Borussia Dortmund	229.358	8,5 %	79,6 %
AS Rom	154.768	53,0 %	0,3 %
FC Porto	183.572	32,5 %	1,5 %
Juventus Turin	290.060	32,2 %	10,8 %
Olympique Lyon	299.622	24,0 %	6,4 %
Tottenham Hotspurs	342.600	44,1 %	35,5 %

Abbildung 9: Vermögensstruktur von Borussia Dortmund und den möglichen Vergleichsunternehmen im Geschäftsjahr 2008/2009 (in TSD EUR)

f) *Erlösstruktur*

Die Unterschiede in der Erlösstruktur sind vor allem auf die unterschiedlichen Rahmenbedingungen in den einzelnen europäischen Ligen zurückzuführen.¹⁵⁷ Zwar generieren alle Vereine operative Erlöse in den Bereichen Ticketing, Sponsoring/Werbung, TV-Vermarktung sowie Sonstiges (vor allem Merchandising, Catering und Lizenzen) und tätigen zudem Transfersgeschäfte, nur schwankt die Bedeutung der einzelnen Bereiche von Unternehmen zu Unternehmen relativ stark.

Fußballunternehmen	operative Erlöse	Anteil Ticket-Erlöse an operativen Erlösen	Anteil Erlöse aus Sponsoring/Werbung an operativen Erlösen	Anteil Erlöse aus TV-Vermarktung an operativen Erlösen	Anteil sonstige Erlöse an operativen Erlösen
Borussia Dortmund	105.722	21,0 %	37,1 %	21,2 %	20,7 %
AS Rom	160.929	13,6 %	13,7 %	54,9 %	17,8 %
FC Porto	68.143	46,2 %	20,0 %	12,2 %	21,7 %
Juventus Turin	223.163	8,3 %	20,7 %	67,4 %	3,7 %
Olympique Lyon	139.883	16,0 %	15,2 %	48,7 %	20,1 %
Tottenham Hotspurs	132.865	24,6 %	24,2 %	39,7 %	11,5 %

Abbildung 10: Struktur der operativen Erlöse von Borussia Dortmund und den möglichen Vergleichsunternehmen im Geschäftsjahr 2008/2009 (in TSD EUR)

Ähnlichkeiten weist nur der Bereich sonstige Erlöse auf, welcher bei allen Fußballunternehmen maximal 21,7 % der operativen Erlöse ausmacht. Differenzen hinsichtlich der Einnahmen aus dem Ticket-Verkauf sind das Ergebnis der unterschiedlichen Fassungsvermögen der Stadien und unterschiedlichen Eintrittspreise.¹⁵⁸ Bei den Einnahmen aus Sponsoring und Werbung bestehen ebenfalls Differenzen zwischen Borussia Dortmund und den anderen Fußballunternehmen. Diese resultieren aus verschiedenen Effekten. So unterliegen die Fußballunternehmen in den verschiedenen Ländern unterschiedlichen Restriktionen hinsichtlich der Werbung (und damit des Sponsoringpotenzials). Beispielsweise bestehen in Deutschland

¹⁵⁷ Vgl. schon Abschnitt 3.3.1.

¹⁵⁸ Vgl. Abschnitt 3.3.1.

Beschränkungen durch den Glücksspielstaatsvertrag, welcher die Werbung für Wettanbieter begrenzt.¹⁵⁹ Aber gerade Wettanbieterportale existieren nur durch einen funktionierenden sportlichen Wettbewerb und treten deshalb oftmals als Sponsoren in Aktion. Im Gegensatz dazu ist Deutschland Spitzenreiter in Europa im Bereich des Trikotsponsorings.¹⁶⁰ Während die italienischen und französischen Fußballunternehmen anteilig geringere Ticket- sowie Sponsoring- und Werbeerlöse ausweisen, generieren sie einen Großteil aus TV-Rechten. Dies ist in erster Linie dem Umstand geschuldet, dass sich in diesen Ländern im Gegensatz zu Deutschland ein funktionierender Wettbewerb bei der Vermarktung der Medienrechte entwickelt hat, welcher auch zu höheren Einnahmen führt.¹⁶¹ Zusätzlich ist zu berücksichtigen, dass Borussia Dortmund in der Saison 2008/2009 in der ersten Runde des UEFA-Cups ausschied und somit keine weiteren Einnahmen aus der TV-Vermarktung generieren konnte. Im Gegensatz dazu erreichten der AS Rom, Juventus Turin und Olympique Lyon das Achtelfinale und der FC Porto das Viertelfinale der Champions-League sowie Tottenham Hotspurs das Sechzehntelfinale des UEFA-Cups; sie konnten entsprechende zusätzliche Ticket- und TV-Vermarktungserlöse erzielen.

Ein weiteres Vergleichskriterium ist das Verhältnis zwischen operativen und Transfererlösen, da Transfererlöse für einige Vereine eine wichtige Einkommensquelle darstellen.

Fußballunternehmen	Gesamterlöse	Anteil der operativen Erlöse an den Gesamterlösen	Anteil der Transfererlöse an den Gesamterlösen
Borussia Dortmund	116.974	90,4 %	9,6 %
AS Rom	179.894	89,5 %	10,5 %
FC Porto	109.689	62,1 %	37,9 %
Juventus Turin	240.434	92,8 %	7,2 %
Olympique Lyon	192.265	72,8 %	27,2 %
Tottenham Hotspurs	218.149	60,9 %	39,1 %

Abbildung 11: Struktur der Gesamterlöse von Borussia Dortmund und den möglichen Vergleichsunternehmen im Geschäftsjahr 2008/2009 (in TSD EUR)

Quelle: eigene Darstellung

g) *Aufwandsstruktur*

Im Rahmen der Aufwandsstruktur liegt der Fokus der Untersuchung auf den Personalaufwendungen, welche bei allen Vereinen den größten Posten darstellen. Ursache ist die Höhe der Ausgaben für die Spielergehälter.

¹⁵⁹ Vgl. § 5 GlüStV.

¹⁶⁰ Vgl. dazu <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/73284/umfrage/einnahmen-europaeischer-fussballigen-durch-trikotsponsoring> (Abruf am 02.08.2010).

¹⁶¹ Vgl. zu dieser Problematik z.B. Ernst & Young (2006), S. 17 ff.

Fußballunternehmen	Gesamtaufwendungen	Anteil der Personalaufwendungen an den Gesamtaufwendungen
Borussia Dortmund	92.733	53,9 %
AS Rom	147.533	67,2 %
FC Porto	72.247	65,8 %
Juventus Turin	191.908	71,8 %
Olympique Lyon	138.284	68,8 %
Tottenham Hotspurs	107.904	65,9 %

Abbildung 12: Personalaufwendungen von Borussia Dortmund und den möglichen Vergleichsunternehmen im Geschäftsjahr 2008/2009 (in TSD EUR)

h) Ergebnisstruktur

Auch bei der Brutto-Umsatzrentabilität¹⁶² werden große Abweichungen zwischen den einzelnen Fußballunternehmen deutlich, wobei Borussia Dortmund als einziger Vertreter einen negativen Wert aufweist. Dies kann zu einem großen Teil damit begründet werden, dass alle anderen Fußballunternehmen zusätzliche Einnahmen aus den verschiedenen europäischen Pokalwettbewerben generieren konnten.

Fußballunternehmen	Brutto-Umsatzrendite
Borussia Dortmund	-5,1 %
AS Rom	1,9 %
FC Porto	5,2 %
Juventus Turin	5,6 %
Olympique Lyon	4,4 %
Tottenham Hotspurs	18,0 %

Abbildung 13: Brutto-Umsatzrentabilität von Borussia Dortmund und den möglichen Vergleichsunternehmen im Geschäftsjahr 2008/2009

i) Ergebnis des Auswahlverfahrens

In der folgenden Übersicht wird der Prozess zur Bestimmung der geeigneten Vergleichsunternehmen zusammengefasst dargestellt. Hierbei bedeutet eine „1“, dass das Kriterium erfüllt wird, eine „0“, dass dies nicht der Fall ist, und ein „-“, dass das jeweilige Unternehmen als Vergleichsunternehmen nicht weiter betrachtet wird.

¹⁶² Die Verwendung der Umsatzrentabilität vor Steuern soll den Umstand berücksichtigen, dass zwischen den einzelnen Ländern Unterschiede bezüglich der Besteuerung bestehen. Neben einer natürlichen Abweichung der Steuersätze kommt es zu Unterschieden durch die ungleiche Behandlung bestimmter Steuertatbestände. So halten einige europäische Länder gezielt Steuervorteile für zuziehende Steuerausländer bereit, wodurch die Verpflichtung eines ausländischen Topstars erleichtert wird. Andere Staaten bieten im Bereich des Profisports erhebliche Vollzugsdefizite oder steuerliche Anreize in anderen Bereichen, wie den Werbe- und Kapitaleinkünften; vgl. Ernst & Young (2008), S. 37.

Fußball- unternehmen	qualitative Merkmale					quantitative Merkmale									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Aalborg BK	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AIK	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aarhus GF Fodbold	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AS Rom	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
Brøndby Kopenha- gen	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Celtic Glasgow	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FC Porto	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Juventus Turin	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
Lazio Rom	1	1	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Millwall HLDG	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Olympique Lyon	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0
Parken Sport & Entertainment A/S	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Preston North End	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Silkeborg IF	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Benfica Lissabon	1	1	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sporting Lissabon	1	1	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tottenham Hotspurs	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Watford FC	1	1	1	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Abbildung 14: Auswahlprozess geeigneter Vergleichsunternehmen für Borussia Dortmund

Die Analyse zeigt, dass fünf Vergleichsunternehmen 40 % der vorgegebenen Merkmale erfüllen. Hierbei handelt es sich um AS Rom, FC Porto, Juventus Turin, Olympique Lyon und Tottenham Hotspurs.

4.2 Auswahl der Multiplikatoren und Bestimmung des Unternehmenswertes

Bei der Bestimmung der Inputdaten für die Multiplikatorberechnung treten, wie auch bei Barwertverfahren, Prognoseprobleme auf, da der am Bewertungsstichtag relevante Börsenkurs für die Ermittlung des Unternehmenswertes entscheidend ist und somit die verwendeten Finanzgrößen auf den Bewertungsstichtag prognostiziert werden müssen. Bei Fußballunternehmen sorgt vor allem der veränderte sportliche Erfolg für Unterschiede bei den Ergebnissen. Aus Vereinfachungsgründen werden in diesem Beispiel die Finanzergebnisse des letzten Geschäftsjahres, also 2008/2009, als Prognosewerte für das aktuelle Geschäftsjahr verwendet.

Bei der Auswahl der geeigneten Multiplikatoren muss bedacht werden, dass Borussia Dortmund im Geschäftsjahr 2008/2009 ein negatives EBIT und einen negativen Jahresüberschuss ausgewiesen hat. Damit können nur Enterprise-Value-Multiplikatoren mit positiven Inputfaktoren Verwendung finden.¹⁶³ Aus diesem Grund sollen als Transfergröße der Umsatz und das EBITDA dienen. Bei der Ermittlung des

¹⁶³ Vgl. Abschnitt 2.2.3.

Enterprise-Value werden aus Vereinfachungsgründen Leasing- und Pensionsverpflichtungen nicht berücksichtigt.¹⁶⁴

	Borussia Dortmund	Olympique Lyon	FC Porto	AS Rom	Tottenham Hotspurs	Juventus Turin
Marktwert Eigenkapital ¹⁶⁵	gesucht	85.009.063	15.000.000	151.076.557	93.439.249	173.335.866
+ Finanzverbindlichkeiten	70.759.000	42.051.000	91.056.394	587.000	47.002.000	1.602.000
– Finanzanlagen	416.000	494.000	0	0	0	95.365
– liquide Mittel	654.000	104.354.000	6.967.350	18.524.000	1.073	42.063.414
+ Anteile Dritter	308.000	3.113.000	141.081	137.000	0	0
– Marktwert Beteiligungen	264.000	456.000	0	0	0	0
= Enterprise Value	gesucht	24.869.063	99.230.125	133.276.557	140.440.176	132.779.087
Umsatz	116.974	192.265.000	109.688.712	179.894.000	218.148.600	240.434.140
EBITDA	17.013	43.877.000	35.904.437	29.779.000	91.387.958	46.254.959

Abbildung 15: Bestimmung der Inputfaktoren für die Bewertung (in EUR)

Aus diesen Inputfaktoren werden die einzelnen Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen bestimmt. Es wird deutlich, dass diese großen Schwankungen unterliegen.

	Olympique Lyon	FC Porto	AS Rom	Tottenham Hotspurs	Juventus Turin
EV/Umsatz-Multiplikator	0,13×	0,90×	0,74×	0,64×	0,55×
EV/EBITDA- Multiplikator	0,57×	2,76×	4,48×	1,54×	2,87×

Abbildung 16: Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen

Die Multiplikatoren werden im nächsten Schritt mit den entsprechenden Transfergrößen von Borussia Dortmund multipliziert, um die jeweiligen Enterprise-Value zu erhalten.

	Olympique Lyon	FC Porto	AS Rom	Tottenham Hotspurs	Juventus Turin
Enterprise-Value aus Transfergröße Umsatz	15.130.334	105.820.776	86.661.545	75.305.774	64.598.567
Enterprise-Value aus Transfergröße EBITDA	9.642.805	47.019.317	76.142.049	26.144.678	48.837.371

Abbildung 17: abgeleitete Enterprise-Value für Borussia Dortmund (in EUR)

¹⁶⁴ Vgl. zu dieser Problematik unter anderem Seppelfricke (1999), S. 306; Löhnert/Böckmann (2009), S. 576.

¹⁶⁵ Es wird jeweils der Preis verwendet, an dessen Börse der meiste Umsatz generiert wird.

4.3 Bestimmung des endgültigen Unternehmenswertes unter Berücksichtigung eventueller Korrekturen und Interpretation der Ergebnisse

Zum Schluss muss aus den ermittelten Werten der endgültige Enterprise-Value abgeleitet werden. Hierzu gibt es verschiedene Möglichkeiten. Die einfachste wäre die Aufstellung einer Bandbreite, welche in diesem Fall von 9,6 Mio. EUR bis 105,8 Mio. EUR reichen würde und somit recht groß wäre. Alternativ könnte die Bandbreite um die jeweiligen Extremwerte bereinigt werden, so dass sich die Bandbreite von 15,1 Mio. EUR bis 86,6 Mio. EUR erstreckt. Regelmäßig werden aber in der Praxis keine Bandbreite sondern Punktwerte gefordert. Eine Aggregation kann z.B. über den einfachen Mittelwert, das harmonische Mittel oder den Median erfolgen.¹⁶⁶ Hieraus ergeben sich folgende Werte:

	einfacher Mittelwert	harmonisches Mittel	Median
Enterprise-Value aus Transfergröße Umsatz	69.503.399	43.162.652	75.305.774
Enterprise-Value aus Transfergröße EBITDA	41.557.244	25.402.594	47.019.317
Enterprise-Value aus Zusammenfassung der Transfergrößen Umsatz und EBITDA	55.551.645	31.992.305	56.717.969

Abbildung 18: aggregierte Enterprise-Value für Borussia Dortmund (in EUR)

Bei der Analyse der Ergebnisse wird deutlich, dass der Umsatz-Multiplikator zu deutlich höheren Werten führt als der EBITDA-Multiplikator. Dies liegt vor allem an der geringeren Rentabilität von Borussia Dortmund im Unterschied zur Peer-Group, welche durch den Umsatz-Multiplikator nicht abgebildet werden kann. Damit müssten bei Annahme eines effizienten Kapitalmarktes¹⁶⁷ die EBITDA-Multiplikatoren zu realistischeren Ergebnissen führen. Des Weiteren ist zu beachten, dass die Ergebnisse nicht den sportlichen Erfolg von Borussia Dortmund in der aktuellen Bundesligasaison und damit verbundene potenzielle Mehreinnahmen berücksichtigen, da die Ergebniskennzahlen aus Vergangenheitsdaten abgeleitet wurden.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse, dass die Multiplikatormethode für die Bewertung von Fußballunternehmen nicht geeignet ist. Die große Spannweite der Ergebnisse und der damit verbundene Interpretationsspielraum bestätigen dies. Gründe dafür sind die individuellen Besonderheiten der einzelnen Fußballunternehmen, welche das Auffinden von vergleichbaren Unternehmen erschwert sowie die Verwendung von Marktpreisen, welche je nach Grad der Informationseffizienz den „wahren“ Wert der Vergleichsunternehmen abbilden sollen. Mögliche Fehlbewertungen am Kapitalmarkt aus Sicht des Bewertenden können nur über pauschale Zu- oder Abschläge bereinigt werden, die in vielen Fällen nur schwer zu begründen sind.

¹⁶⁶ Vgl. schon Abschnitt 2.2.4 sowie zur Problematik der Aggregation mit den verschiedenen Mittelwerten u.a. Schwetzler (2003), S. 88 f.

¹⁶⁷ Vgl. Abschnitt 2.1.

5 Zusammenfassung

Die Multiplikatormethode ist trotz ihrer weiten Verbreitung in der Praxis in der Theorie starker Kritik unterworfen. Diese bezieht sich vor allem auf die mangelnde Berücksichtigung zukünftiger Entwicklungen sowie die Herausforderungen beim Auffinden geeigneter Vergleichsunternehmen und Multiplikatoren. Die Untersuchung zeigt, dass diese Kritik durchaus berechtigt ist. So stellt die Abschätzung zukünftiger Entwicklungen einen entscheidenden Punkt bei der Bewertung von Fußballunternehmen dar, da viele eine diskontinuierliche Unternehmensentwicklung aufweisen und schon ein verlorenes Spiel große Auswirkungen auf die Einnahmesituation der nächsten Saison besitzen kann. Auch besteht bei Fußballunternehmen eine Vielzahl von Problemen bei der Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen, obwohl alle, oberflächlich betrachtet, das gleiche „Geschäftsmodell“ besitzen. Zwar können mit Hilfe des STOXX® Europe Football Index genügend potenzielle Vergleichsunternehmen gefunden werden. Doch zeigt der Auswahlprozess, dass eine Fülle von vereinfachenden und subjektiven Annahmen getroffen werden muss, um eine ausreichend große Peer-Group zu finden. Zudem lassen die Ergebnisse einen großen Bewertungsspielraum offen, welcher nur schwer zu interpretieren ist.

Insgesamt erscheint die Bewertung mit Hilfe von Multiplikatoren auf den ersten Blick rechentechnisch einfacher und der Detaillierungsgrad der Prognosen geringer als bei Barwertmodellen. Betrachtet man die Ergebnisse allerdings genauer und versucht diese zu verifizieren, wird der vermeintliche Komplexitätsvorteil durch die höheren Anforderungen an die Analyse und Selektion der Vergleichsunternehmen sowie der Inputdaten aufgebraucht. Abschließend ist festzuhalten, dass die Ergebnisse von Vergleichswertverfahren regelmäßig kritisch zu hinterfragen sind, so dass ihnen in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung allenfalls die Fähigkeit zur Unterstützung anderer Unternehmensbewertungsverfahren zugesprochen wird.¹⁶⁸ Eine alleinige Entscheidungsfindung auf Basis dieser Verfahren ist dagegen abzulehnen und sollte auch in der Bewertungspraxis keinesfalls erfolgen.

¹⁶⁸ Vgl. Buchner/Englert (1994), S. 1579; Böcking/Nowak (1999), S. 176; Koller/Goedhart/Wessels (2005), S. 380; Drukarczyk/Schüler (2009), S. 466; IDW (2008a), S. 6. Löhnert/Böckmann unterscheiden in diesem Zusammenhang Test-, Indikations- und Unterstützungsfunktion; vgl. Löhnert/Böckmann (2009), S. 572 ff. Ein starker Befürworter der Multiplikatorenansätze ist Barthel, der sie als eigenständige und vollwertige Bewertungsmethode ansieht; vgl. Barthel (2007), S. 669.

Anhang

Anhang 1: Deutsche Bundesligavereine und ihre Gesellschaftsform (Stand: 08/2010)¹⁶⁹

Club	Liga	Gesellschaftsform	Kapitalgesellschaft seit:
1. FC Kaiserslautern	1. Liga	e.V.	-
1. FC Köln	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2002
1. FC Nürnberg	1. Liga	e.V.	-
1. FSV Mainz 05	1. Liga	e.V.	-
1899 Hoffenheim	1. Liga	GmbH	2005
Bayer 04 Leverkusen	1. Liga	GmbH	1999
Borussia Dortmund	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
Borussia Mönchengladbach	1. Liga	GmbH	2004
Eintracht Frankfurt	1. Liga	AG	2000
FC Bayern München	1. Liga	AG	2001
FC Schalke 04	1. Liga	e.V.	-
FC St. Pauli	1. Liga	e.V.	-
Hamburger SV	1. Liga	e.V.	-
Hannover 96	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	1999
SC Freiburg	1. Liga	e.V.	-
SV Werder Bremen	1. Liga	GmbH & Co. KGaA	2003
VfB Stuttgart	1. Liga	e.V.	-
VfL Wolfsburg	1. Liga	GmbH	2001
1. FC Union Berlin	2. Liga	e.V.	-
Alemannia Aachen	2. Liga	GmbH	2006
DSC Arminia Bielefeld	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
FC Augsburg	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2006
FC Energie Cottbus	2. Liga	e.V.	-
FC Erzgebirge Aue	2. Liga	e.V.	-
FC Ingolstadt 04	2. Liga	GmbH	2008
FSV Frankfurt	2. Liga	GmbH	2009
Fortuna Düsseldorf	2. Liga	e.V.	-
Hertha BSC Berlin	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
Karlsruher SC	2. Liga	e.V.	-
MSV Duisburg	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
Rot-Weiß Oberhausen	2. Liga	e.V.	-
SC Paderborn 07	2. Liga	e.V.	-
SpVgg Greuther Fürth	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2003
TSV München von 1860	2. Liga	GmbH & Co. KGaA	2001
VfL Bochum 1848	2. Liga	e.V.	-
VfL Osnabrück	2. Liga	e.V.	-

¹⁶⁹ Vgl. dazu <http://www.bundesliga.de/de/liga/clubs/index.php> (Abruf am 20.08.2010) und <http://www.bundesliga.de/de/liga2/clubs/index.php> (Abruf am 20.08.2010).

Anhang 2: Börsennotierte europäische Fußballunternehmen im STOXX® Europe Football Index¹⁷⁰

Fußballunternehmen	Spielklasse	Land
Aalborg BK	1. Liga	Dänemark
Amsterdamsche Football Club Ajax	1. Liga	Niederlande
AIK	1. Liga	Schweden
Aarhus GF Fodbold	2. Liga	Dänemark
AS Rom	1. Liga	Italien
Beşiktaş İstanbul	1. Liga	Türkei
Borussia Dortmund	1. Liga	Deutschland
Brøndby Kopenhagen	1. Liga	Dänemark
Celtic Glasgow	1. Liga	Schottland
Fenerbahçe Sportif Hizmetler	1. Liga	Türkei
FC Porto	1. Liga	Portugal
Galatasaray Istanbul	1. Liga	Türkei
Juventus Turin	1. Liga	Italien
Lazio Rom	1. Liga	Italien
Millwall HLDG ¹⁷¹	2. Liga	England
Olympique Lyon	1. Liga	Frankreich
Parken Sport & Entertainment A/S ¹⁷²	1. Liga	Dänemark
Silkeborg IF	1. Liga	Dänemark
Benfica Lissabon	1. Liga	Portugal
Sporting Lissabon	1. Liga	Portugal
Tottenham Hotspurs	1. Liga	England
Trabzonspor Sportif Yatir	1. Liga	Türkei
Watford FC	2. Liga	England

¹⁷⁰ Vgl. dazu http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=FCTP (Abruf am 12.10.2010).

¹⁷¹ Der Fußballverein der Millwall HLDG ist der FC Millwall.

¹⁷² Der Fußballverein der Parken Sport & Entertainment A/S ist der F.C. København.

Literatur

ADRIAN, FELIX (2005): Kurs/Gewinn-Verhältnis, in: Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Anwendungsbereiche – Problemfälle – Lösungsalternativen, Stuttgart, S. 60-79

ARBEITSKREIS „IMMATERIELLE WERTE IM RECHNUNGSWESEN“ DER SCHMALLENBACH-GESELLSCHAFT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFT (2001): Kategorisierung und bilanzielle Erfassung immaterieller Werte, in: Der Betrieb, 19/2001, 54. Jg., S. 989-995

ARBEITSKREIS „IMMATERIELLE WERTE IM RECHNUNGSWESEN“ DER SCHMALLENBACH-GESELLSCHAFT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFT (2004): Erfassung immaterieller Werte in der Unternehmensberichtserstattung vor dem Hintergrund handelsrechtlicher Rechnungslegungsnormen, in: Horváth, Péter/Möller, Klaus (Hrsg.), Intangibles in der Unternehmenssteuerung: Strategien und Instrumente zur Wertsteigerung des immateriellen Kapitals, München, S. 221-250

BALLWIESER, WOLFGANG (2003): Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten, in: Heintzen, Markus/Kruschwitz, Lutz (Hrsg.), Unternehmen bewerten: Ringvorlesung der Fachbereiche Rechts- und Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin im Sommersemester 2002, Berlin, S. 13-30

BALLWIESER, WOLFGANG (2007): Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Auflage, Stuttgart

BAMBERG, GÜNTER/BAUR, FRANZ/KRAPP, MICHAEL (2009): Statistik, 15. Auflage, München/Wien

BARTHEL, CARL W. (1996A): Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren – Vergleichswert schlägt Ertragswert, in: Der Betrieb, 4/1996, 49. Jg., S. 149-163

BARTHEL, CARL W. (1996B): Unternehmenswert: Theoretische Fundierung des Umsatzverfahrens, in: Deutsches Steuerrecht, 43/1996, 34. Jg., S. 1701-1707

BARTHEL, CARL W. (2007): Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples, in: Der Finanzbetrieb, 11/2007, 9. Jg., S. 666-674

BAUSCH, ANDREAS (2000): Die Multiplikator-Methode, in: Der Finanzbetrieb, 7/2000, 2. Jg., S. 448-459

BECKMANN, CHRISTOPH/MEISTER, JAN M./MEITNER, MATTHIAS (2003): Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis, in: Der Finanzbetrieb, 2/2003, 5. Jg., S. 103-105

BERENS, WOLFGANG/STRAUCH, JOACHIM (2008): Herkunft und Inhalt des Begriffes Due Diligence, in: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Stuttgart, 5. Auflage, S. 3-21

BERNER, CHRISTIAN/ROJAHN, JOACHIM (2003): Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren, in: Der Finanzbetrieb, 3/2003, 5. Jg., S. 155-161

BIEGER, THOMAS/RUEGG-STÜRM, JOHANNES/VON ROHR, THOMAS (2002): Strukturen und Ansätze einer Gestaltung von Beziehungskonfigurationen – Das Konzept Geschäftsmodell, in: Bieger, Thomas/Bickhoff, Nils/Caspers, Rolf/Knyphausen-Aufseß, Dodo zu/Reding, Kurt (Hrsg.), Zukünftige Geschäftsmodelle: Konzept und Anwendung in der Netzökonomie, Berlin, S. 35-61

BÖCKING, HANS-JOACHIM/NOWAK, KARSTEN (1999): Marktorientierte Unternehmensbewertung – Darstellung und Würdigung der marktorientierten Vergleichsverfahren vor dem Hintergrund der deutschen Kapitalmarktverhältnisse, in: Der Finanzbetrieb, 8/1999, 1. Jg., S. 169-176

BORN, KARL (2003): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Stuttgart

BORUSSIA DORTMUND (2008): Geschäftsbericht Borussia Dortmund Juli 2007 - Juni 2008, verfügbar unter: <http://www.borussia-aktie.de/pdf/gb/BVB-GB-2008.pdf> (Abruf am 25.05.2010)

BORUSSIA DORTMUND (2009): Geschäftsbericht Borussia Dortmund Juli 2008 - Juni 2009, verfügbar unter: <http://www.borussia-aktie.de/pdf/gb/BVB-GB-2009.pdf> (Abruf am 25.05.2010)

BREALEY, RICHARD A./MYERS, STEWART C./ALLEN, FRANKLIN (2008): Principles of Corporate Finance, 9th edition, New York u.a.

BRÖSEL, GERRIT (2003): Objektiv gibt es nur subjektive Unternehmenswerte, in: Unternehmensbewertung & Management, 4/2003, 1. Jg., S. 130-134

BRÖSEL, GERRIT/HAUTTMANN, RICHARD (2007): Einsatz von Unternehmensbewertungsverfahren zur Bestimmung von Konzessionsgrenzen sowie in Verhandlungssituationen – Eine empirische Analyse (Teil I), in: Der Finanzbetrieb, 4/2007, 9. Jg., S. 223-238

BRUHN, MANFRED (2003): Sponsoring: Systematische Planung und integrativer Einsatz, 4. Auflage, Wiesbaden

BUCHNER, ROBERT/ENGLERT, JOACHIM (1994): Die Bewertung von Unternehmen auf der Basis des Unternehmensvergleichs, in: Der Betriebsberater, 23/1994, 49. Jg., S. 1573-1580

COENENBERG, ADOLF G. (1992): Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: Busse von Colbe, Walther/Coenenberg, Adolf G. (Hrsg.), Unternehmensakquisition und Unternehmensbewertung: Grundlagen und Fallstudien, Stuttgart, S. 89-108

COENENBERG, ADOLF G. (2005): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse: Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze – HGB, IFRS und US-GAAP, 20. Auflage, Stuttgart

COENENBERG, ADOLF G./SCHULTZE, Wolfgang (2002): Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik, in: Der Finanzbetrieb, 12/2002, 4. Jg., S. 697-703

DAMODARAN, ASWATH (2002): Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd edition, New York

DEHESELLES, THOMAS (2002): Vereinsführung: Rechtliche und steuerliche Grundlagen, in: Galli, Albert/Gömmel, Rainer/Holzhäuser, Wolfgang/Straub, Wilfried (Hrsg.), Sportmanagement: Grundlagen der unternehmerischen Führung im Sport aus Betriebswirtschaftslehre, Steuern und Recht für den Sportmanager, München, S. 97-128

DELOITTE (2010): Deloitte Football Money League 2010, verfügbar unter: http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/sportsbusinessgroup/6a5fb29b3f907210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm (Abruf am: 08.04.2010)

DFL (2008): Bundesligareport 2008, verfügbar unter: http://www.bundesliga.de/media/native/newsletter/dfl_bundesliga_report_08.pdf (Abruf am 26.05.2010)

DFL (2010): Bundesliga 2010, verfügbar unter: http://static.bundesliga.de/media/native/dfl/100122_dt_dfl_bl_2010.pdf (Abruf am 08.04.2010)

DRUKARCZYK, JOCHEN/SCHÜLER, ANDREAS (2009): Unternehmensbewertung, 6. Auflage, München

DVFA/SG (2000): Ergebnis je Aktie nach DVFA/SG, DVFA/SG Earnings per Share: Gemeinsame Empfehlung der DVFA und der Schmalenbach-Gesellschaft zur Ermittlung eines von Sondereinflüssen bereinigten Jahresergebnisses je Aktie (Joint recommendation), hrsg. von Busse von Colbe, Walther/Becker, Winfried/Berndt, Helmut/Geiger, Klaus M./Haase, Heidrun/Schellmoser, Friedrich/Schmitt, Günter/Seeberg, Thomas/von Wysocki, Klaus, 3. Auflage, Stuttgart

ELTER, VERA CARINA (2010): Bewertung von Fußballunternehmen, in: Drukarczyk, Jochen/ Ernst, Dietmar (Hrsg.), Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Auflage, München, S. 381-400

ERNST & YOUNG (2004): Bälle, Tore und Finanzen: Wege aus dem finanziellen Abseits, verfügbar unter: http://www.sponsors.de/uploads/tx_svsstudiengaenge/Ernst_Young_Baelle_Tore_Finanzen.pdf (Abruf am 26.05.2010)

ERNST & YOUNG (2006): Bälle, Tore und Finanzen III, verfügbar unter: http://www.sponsors.de/uploads/tx_svsstudiengaenge/Fussballstudie_2006.pdf (Abruf am 29.04.2010)

ERNST & YOUNG (2008): Bälle, Tore und Finanzen V, verfügbar unter: http://www.sponsors.de/uploads/tx_svsstudiengaenge/Fussballstudie_2008.pdf (Abruf am 26.05.2010)

ERNST & YOUNG (2009): Bälle, Tore und Finanzen VI, verfügbar unter: http://www.sponsors.de/uploads/tx_svsstudiengaenge/Fu_ballstudie_VI_2009.pdf (Abruf am 26.05.2010)

ESCHER, MARIO (2007): Unternehmensbewertung im Profifußball, Saarbrücken

FAMA, EUGENE F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, 2/1970, 25. Jg., S. 383-417

FOX, ALEXANDER (2010): Die Bewertung von Content-Anbietern unter besonderer Berücksichtigung von Web 2.0, Wiesbaden

FOX, ALEXANDER/SCHONERT BASTIAN (2009): Mezzanine Finanzierungsinstrumente – eine Perspektive für KMU?, in: Müller, David (Hrsg.): Controlling für kleinere und mittlere Unternehmen, München/Wien, S. 413-442

GALLI, ALBERT (2002): Das Lizenzierungsverfahren der Union des Associations Européennes de Football (UEFA): Anforderungen an die Rechnungslegung und Prüfung, in: Galli, Albert/Gömmel, Rainer/Holzhäuser, Wolfgang/Straub, Wilfried (Hrsg.), Sportmanagement: Grundlagen der unternehmerischen Führung im Sport aus Betriebswirtschaftslehre, Steuern und Recht für den Sportmanager, München, S. 5-43

HAAS, OLIVER (2006): Controlling der Fußballunternehmen: Management und Wirtschaft in Sportvereinen, 2. Auflage, Berlin

HEINEMANN, KLAUS (2002): Ökonomie des Sports – eine Problemskizze, in: Hübl, Lothar/Peters, Hans H./Swieter, Detlef (Hrsg.), Ligasport aus ökonomischer Sicht, Aachen, S. 73-104

HELBLING, CARL (2009): Prozess der Unternehmensbewertung – Teil D: Due Diligence Review, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Herne/Berlin, S. 233-242

HERING, THOMAS (2000): Konzeptionen der Unternehmensbewertung und ihre Eignung für mittelständische Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/2000, 52. Jg., S. 433-453

HILLEBRANDT, FRANCA (2001): Multiplikatorverfahren, in: Die Betriebswirtschaft, 5/2001, 61. Jg., S. 618-621

HÜBL, LOTHAR/SWIETER, DETLEF (2002): Fußball-Bundesliga: Märkte und Produktbesonderheiten, in: Hübl, Lothar/Peters, Hans H./Swieter, Detlef (Hrsg.), Ligasport aus ökonomischer Sicht, Aachen, S. 13-72

KEITZ, ISABEL VON (1997): Immaterielle Güter in der internationalen Rechnungslegung: Grundsätze für den Ansatz von immateriellen Gütern in Deutschland im Vergleich zu den Grundsätzen in den USA und nach IASC, Düsseldorf

KERN, MARKUS/HAAS, OLIVER/DWORAK, ALEXANDER (2002): Finanzierungsmöglichkeiten für die Fußball-Bundesliga und andere Profisportligen, in: Galli, Albert/Gömmel, Rainer/Holzhäuser, Wolfgang/Straub, Wilfried (Hrsg.), Sportmanagement: Grundlagen der unternehmerischen Führung im Sport aus Betriebswirtschaftslehre, Steuern und Recht für den Sportmanager, München, S. 395-447

KLEIN, KLAUS-GÜNTER/JONAS, MARTIN (2008): Due Diligence und Unternehmensbewertung, in: Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 5. Auflage, Stuttgart, S. 163-184

KLIMMER, IRIS (2003): Profifußballunternehmen an der Börse – Analyse des Wirkungszusammenhangs zwischen sportlichem und wirtschaftlichem Erfolg im Berufsfußball, Bayreuth

KOLLER, TIMOTHY M./GOEDHART, MARC/WESSELS, DAVID (2005): Valuation: measuring and managing the value of companies, 4th edition, Hoboken (New Jersey)

KORTHALS, JAN P. (2005): Bewertung von Fußballunternehmen, Wiesbaden

KRUSCHWITZ, LUTZ (2009): Investitionsrechnung, 12. Auflage, München/Wien

KUHNER, CHRISTOPH/MALTRY, HELMUT (2006): Unternehmensbewertung, Berlin/Heidelberg

KÜNNEMANN, MARTIN (1985): Objektivierte Unternehmensbewertung, Frankfurt am Main

KÜTING, KARLHEINZ/STRAUSS, MARC (2010): Der passive Rechnungsabgrenzungsposten: ein "Schlüsselspieler" in der Fußball-Bundesliga; zum Wesen dieser Bilanzposition, in: Der Betrieb, 22/2010, 63. Jg., S. 1189-1197

LANGGUTH, HEIKE (2008): Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement: Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung, München

LEHMANN, ERIK/WEIGAND, JÜRGEN (1997): Money Makes the Ball Go Round: Fußball als ökonomisches Phänomen, in: ifo Studien: Zeitschrift für empirische Wirtschaftsforschung, 3/1997, 43. Jg., S. 381-409

LEHMANN, ERIK/WEIGAND, JÜRGEN (1998): Wieviel Phantasie braucht die Fußballaktie?, ZfB-Ergänzungsheft, 2/1998, S. 101-120

LEV, BARUCH (2001): Intangibles: Management, Measurement and Reporting, Washington, D.C.

LÖHNERT, PETER/BÖCKMANN, ULRICH (2009): Bewertungsverfahren – Teil F: Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Herne/Berlin, S. 567-589

MANDL, GERWALD/RABEL, KLAUS (1997): Unternehmensbewertung: Eine praxisorientierte Einführung, Wien

MATSCHKE, MANFRED J. (1979): Funktionale Unternehmensbewertung. Band II: Der Arbitriumwert der Unternehmung, Wiesbaden

MATSCHKE, MANFRED J./BRÖSEL, GERRIT (2007): Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze, 3. Auflage, Wiesbaden

MISHKIN, FREDERIC S./EAKINS, STANLEY G. (2009): Financial Markets & Institutions, 6th edition, Boston u.a.

MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: The American Economic Review, 3/1958, 48. Jg., S. 261-297

MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: The American Economic Review, 3/1963, 53. Jg., S. 433-443

MÖLLER, HANS P. (1985): Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 6/1985, 37. Jg., S. 500-518

MOXTER, ADOLF (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden

MÜLLER, MICHAEL (1999): Der deutsche Berufsfußball – vom Idealverein zur Kapitalgesellschaft, Berlin/Baden-Baden

NÄGELE, PETER (2008): Due Diligence, in: Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Auflage, Köln, S. 737-755

NELLES, MICHAEL/ROJAHN, JOACHIM/BERNER, CHRISTIAN (2001): Unternehmensbewertungsverfahren im Rahmen von Börsengängen am Neuen Markt, in: Der Finanzbetrieb, 5/2001, 3. Jg., S. 322-327

OLBRICH, MICHAEL (2000): Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Bewertung von Unternehmen und Unternehmensanteilen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/2000, 52. Jg., S. 454-465

OPTITZ, JOHANNES (2003): Kapitalgesellschaften im Profi-Fußball: Eine vergleichende Analyse von Anlegerstrukturen und Anlegerstrategien des Profi-Fußballs in England, Spanien, Italien und Deutschland, Aachen

PAUL, STEPHAN/STURM, STEFAN (2004): Going Public von Fußballclubs, in: Hamman, Peter/Schmidt, Lars/Welling, Michael (Hrsg.), Ökonomie des Fußballs: Grundlegungen aus volks- und betriebswirtschaftlicher Perspektive, Wiesbaden, S. 193-218

PEEMÖLLER, VOLKER H. (2009): Grundlagen der Unternehmensbewertung – Teil A: Wert und Werttheorien, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Auflage, Herne/Berlin, S. 1-16

PEEMÖLLER, VOLKER H./GEIGER, THOMAS/BARCHET, HARTMUT (2001): Bewertung von Early-Stage-Investments im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung, in: Der Finanzbetrieb, 5/2001, 3. Jg., S. 334-344

PEEMÖLLER, VOLKER H./MEISTER, JAN M./BECKMANN, CHRISTOPH (2002): Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: Der Finanzbetrieb, 4/2002, 4. Jg., S. 197-209

PELLENS, BERNHARD/FÜLBIER, ROLF U./GASSEN, JOACHIM/SELLHORN, THORSTEN (2008): Internationale Rechnungslegung: IFRS 1 bis 7, IAS 1 bis 41, IFRIC-Interpretationen, Standardentwürfe, 7. Auflage, Stuttgart

PERRIDON, LOUIS/STEINER, MANFRED/RATHGEBER, ANDREAS W. (2009): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Auflage, München

PODDIG, THORSTEN/DICHTL, HUBERT/PETERSMEIER, KERSTIN (2008): Statistik, Ökonometrie, Optimierung: Methoden und ihre praktische Anwendung in Finanzanalyse und Portfoliomanagement, 4. Auflage, Bad Soden/Ts.

PRATT, SHANNON P. (2005): The Market Approach to Valuing Businesses, 2nd edition, Hoboken (New Jersey)

PRATT, SHANNON P./REILLY, ROBERT F./SCHWEIHS, ROBERT P. (2000): Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4th edition, New York u.a.

RITTMEISTER, MAXIMILIAN (2004): Due Diligence und Geheimhaltungspflichten beim Unternehmenskauf, in: Neue Zeitschrift für das Gesellschaftsrecht, 22/2004, 7. Jg., S. 1032-1037

RÖDER, KLAUS (1999): Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, Lohmar/Köln

SANFLEBER-DECHER, MARTINA (1992): Unternehmensbewertung in den USA, in: Die Wirtschaftsprüfung, 20/1992, 45. Jg., S. 597-603

SCHULTZE, WOLFGANG (2003): Methoden der Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Düsseldorf

SCHWALL, BENEDIKT (2001): Die Bewertung junger innovativer Unternehmen auf Basis des Discounted Cash Flow, Frankfurt am Main u.a.

SCHWETZLER, BERNHARD (2001): Bewertung von Wachstumsunternehmen, in: Achleitner, Ann-Kristin/Bassen, Alexander (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt: Zielgruppen, Instrumente, rechtliche Rahmenbedingungen und Kommunikationsmittel, Stuttgart, S. 61-96

SCHWETZLER, BERNHARD (2003): Probleme der Multiple-Bewertung, in: Der Finanzbetrieb, 2/2003, 5. Jg., S. 79-90

SCHWETZLER, BERNHARD/WARFSMANN, JÜRGEN (2005): Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples, in: Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternativen, Stuttgart, S. 48-57

SEPPELFRICKE, PETER (1999): Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung, in: Der Finanzbetrieb, 10/1999, 1. Jg., S. 300-307

SEPPELFRICKE, PETER (2007): Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalysen, Erfolgsprognosen, 3. Auflage, Stuttgart

SIGLOCH, JOCHEN (2001): Sportverein – Idealsituation oder Unternehmen?, in: Sigloch, Jochen/Klimmer, Christian (Hrsg.), Unternehmen Profifußball: Vom Sportverein zum Kapitalmarktunternehmen, Wiesbaden, S. 1-14

STEINER, MANFRED/BRUNS, CHRISTOPH (2007): Wertpapiermanagement: Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung, 9. Auflage, Stuttgart

STRAUB, WILFRIED/HOLZHÄUSER,WOLFGANG/GÖMMEL, RAINER/GALLI, ALBERT (2002): Das Lizenzierungsverfahren des Ligaverbandes „Die Liga Fußball-Verband e.V.“: Anforderungen an die Rechnungslegung und Prüfung, in: Galli, Albert/Gömmel, Rainer/Holzhäuser, Wolfgang/ Straub, Wilfried (Hrsg.), Sportmanagement: Grundlagen der unternehmerischen Führung im Sport aus Betriebswirtschaftslehre, Steuern und Recht für den Sportmanager, München, S. 75-95

STRAUCH, JOACHIM/LÜTKE-UHLENBRUCH, CHRISTIAN (2002): Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsengang an den Neuen Markt, in: Der Finanzbetrieb, 6/2002, 4. Jg., S. 366-376

SWIETER, DETLEF (2002): Eine ökonomische Analyse der Fußball-Bundesliga, Berlin

UEFA (2005): UEFA Klublizenzierungsverfahren – Handbuch Version 2.0, verfügbar unter: <http://es.archive.uefa.com/newsfiles/409447.pdf> (Abruf am: 01.08.2010)

WAGNER, THOMAS (2005): Konzeption der Multiplikatorverfahren, in: Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter/Schwetzler, Bernhard (Hrsg.), Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternativen, Stuttgart, S. 5-19

WALLMEIER, MARTIN (1999): Kapitalkosten und Finanzierungsprämissen, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 12/1999, 69. Jg., S. 1473-1490

WERNER, RÜDIGER (2000): Haftungsrisiken bei Unternehmensakquisitionen: die Pflicht des Vorstands zur Due Diligence, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 23/2000, 21. Jg., S. 989-996

WESTERMANN, HARM P. (2005): Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 2-3/2005, 169. Jg., S. 248-273

WULF, INGE (2008): Immaterielle Vermögenswerte nach IFRS: Ansatz, Bewertung, Goodwill-Bilanzierung, Berlin

WULLENKORD, AXEL (2000): New Economy Valuation – Moderne Bewertungsverfahren, in: Der Finanzbetrieb, 7-8/2000, 2. Jg., S. 522-527

ZACHARIAS, ERWIN (1999): Going Public einer Fußball-Kapitalgesellschaft: rechtliche, betriebswirtschaftliche und strategische Konzepte bei der Vorbereitung der Börseneinführung eines Fußball-Bundesligaver eins, Bielefeld

Bisher in der Reihe „Schriften zur Finanzwirtschaft“ erschienene Arbeitspapiere:

Niederöcker, B.: Die Bedeutung von Business Angels für die Innovationsfinanzierung deutscher Unternehmen. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 1, TU Ilmenau, 2000.

Trost, R.; Stelzer, D.; Dechant, H.: Ein Bewertungsansatz für Geschäftsmodelle der digitalen Ökonomie – dargestellt am Beispiel Application Service Providing (ASP). Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 2, TU Ilmenau, 2003.

Schonert, B.: Das europäische Emissionshandelssystem aus Anlegerperspektive. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 3, TU Ilmenau, 2006.

Trost, R.: Berechnungsformeln für den Unternehmenswert unter der Annahme der Teilausschüttung. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 4, TU Ilmenau, 2006.

Fox, A.; Hocker, R.-M.; Peetz, S.: Alternativen bei der Spielfilmfinanzierung in Deutschland. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 5, TU Ilmenau, 2007.

von Heßling, W.: Finanzinstrumente des Devisenmarktes. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 6, TU Ilmenau, 2009.

Weimar, D.; Fox, A.: Die Bewertung deutscher Fußballunternehmen mit Hilfe der Multiplikatormethode. Schriften zur Finanzwirtschaft, Heft 7, TU Ilmenau, 2010.

